

## **Introduction en bourse et performance des PME : cas des PME cotées à la bourse des valeurs de Casablanca**

### **KADOURI Abdillah**

Enseignant chercheur à l'école nationale de commerce et de gestion de Kénitra  
Email : [kadouriabdillah@yahoo.fr](mailto:kadouriabdillah@yahoo.fr) Tel : +212 661082627

### **GOUJGAL Khalid**

Etudiant chercheur à la faculté des sciences juridiques, économiques et sociales d'Agadir  
Email : [goujgal@gmail.com](mailto:goujgal@gmail.com) Tel : +212 666192460

### **EL BOURKI Mohamed**

Etudiant chercheur à la faculté des sciences juridiques, économiques et sociales d'Agadir  
Email : [m.elbourki@gmail.com](mailto:m.elbourki@gmail.com) Tel : +212 669991970

L'introduction en bourse constitue l'une des principales décisions stratégiques dans la vie de l'entreprise. Cette importante opération est souvent considérée comme une source de financement pour les entreprises souhaitant avoir de nouveaux moyens financiers nécessaires à leur croissance interne et externe.

Cette introduction aura, certes, un impact à court, moyen et long terme sur l'entreprise. Ainsi, le sujet a fait néanmoins l'objet d'études importantes qui s'intéressent spécifiquement aux anomalies des introductions en bourse. Ces études avaient deux préoccupations majeurs : la performance à court terme et celle à moyen et à long terme.

Cette étude, portant sur un échantillon de 18 PME introduites à la bourse de Casablanca sur la période 2000-2011, examine l'évolution de la performance pendant la période qui suit l'opération de l'ouverture du capital au public par une introduction en bourse. Les résultats obtenus mettent en évidence un déclin important des performances à long terme après introduction en bourse.

**Mots clés :** Introduction en bourse, performance économique, timing, gestion des résultats, théorie d'agence, asymétrie de l'information

## Introduction

Le sujet des performances des entreprises introduites en bourse a suscité, ces dernières années, un débat important entre les chercheurs en finance). Les études réalisées, de par le monde, se préoccupent, surtout, de l'explication de deux phénomènes majeurs que connaît la quasi-totalité des émissions initiales. Il s'agit du phénomène de la sous-évaluation des offres initiales, conduisant à une surperformance à court terme (Loughran et Ritter, 1995), et du phénomène de la sous-performance à long terme (Ritter, 1991). Toutefois, ces études s'intéressent scrupuleusement à la mesure, et à l'explication de l'évolution des performances boursières après l'introduction en bourse, délaissant l'effet de cet événement majeur sur la performance économique. En effet, rares sont les travaux qui se consacrent à l'étude de l'évolution des performances économique ou opérationnelle des entreprises nouvellement introduites en bourse.

L'introduction en bourse est une décision stratégique dans la vie de l'entreprise, qui nécessite une planification assez rigoureuse. Cette introduction est généralement sollicitée par les entreprises pour diversifier leurs sources de financement, dans le but de renforcer leur croissance interne et externe. Toutefois, les études réalisées mettent en exergue une dégradation de la performance économique après l'introduction en bourse. Ce constat est observé sur la plupart des places financières internationales. En effet, les études réalisées sur le marché américain par Jain et Kini (1994) et par Mikkelson, Partch et Shah (1997), montrent le déclin des performances économiques dans la période post introduction. Le même constat a été confirmé sur le marché européen (par des auteurs comme Pagani, Sentis et Serve)(Pagano, 1998 ; Sentis, 2001 ; Serve, 2004) et sur le marché asiatique (par Cai et Wei et par Kim et autres) (Cai et Wei, 1997 ; Kim et al.2002).

D'après une méta-analyse effectuée par Ritter (2003), la plupart des études traitent des problématiques en relation avec le lien entre l'introduction en bourse et la performance économique. En revanche, il n'existe, à notre connaissance, aucun travail spécifiquement consacré à l'étude de l'évolution des performances économiques des entreprises marocaines - plus particulièrement les PME - après leur introduction en bourse. Ainsi, le présent article vise à remédier à cette situation, en étudiant l'influence de l'introduction en bourse sur l'évolution de la performance économique des PME. Aujourd'hui tout comme dans les pays émergents, les PME malgré qu'elles constituent l'essentiel du tissu entrepreneurial marocain (avec plus de 90 %, 20 % de la valeur ajoutée, participent à hauteur de 40 % à la production et emploient près de 50 % de la population active)<sup>1</sup>, pourtant, ces dernières rencontrent beaucoup de difficultés qui entravent leur croissance, parmi lesquelles l'accès au financement demeure central.

La problématique du financement de la PME au Maroc est liée à plusieurs facteurs indissociables dont notamment : l'insuffisance de l'information financière, conjuguée par une faible maîtrise des pratiques financière et des sources alternatives de financement. Cette situation constitue un obstacle à la prise d'une décision financière optimale suite au manque de transparence et la prédominance d'un fonctionnement de PME basé sur des contrats individuels de court terme, l'augmentation des créances en souffrance et l'absence d'une planification à moyen terme du marché des PME.

---

<sup>1</sup> D'après les statistiques du HCP.

Ainsi, en adoptant une approche hypothético-déductive, nous développons des hypothèses à partir d'un cadre de référence constitué, essentiellement, des explications théoriques basées sur les asymétries informationnelles. Nous testons nos hypothèses par un modèle économétrique estimé sur données de panel construit à partir d'un échantillon de 18 entreprises introduites à la bourse des valeurs mobilières de Casablanca sur la période 2001-2011.

Ce papier est construit de la manière suivante : dans un premier axe, nous exposons une revue de littérature retraçant les principales explications théoriques du déclin des performances économiques à long terme, avant de proposer une synthèse des principales études empiriques dans un deuxième axe. Pour finir, le troisième axe étalera les résultats de l'étude de l'impact de la cotation sur la performance économique des PME marocaines nouvellement introduites à la bourse de Casablanca.

## **1. Revue de littérature**

La revue de la littérature nous permet de constituer un cadre de référence pour construire notre hypothèse de recherche. Ainsi, dans une perspective d'aménagement des paradigmes et eu égard du caractère contextuel des théories étudiant les effets de l'introduction en bourse sur la performance organisationnelle, nous intégrons dans notre cadre de référence des évidences empiriques.

### **1.1. Le cadre de référence théorique**

Pour expliquer l'effet de la cotation en bourse sur la performance économique de l'entreprise, nous présentons les propositions des principales approches théoriques utilisées pour étudier une telle problématique à savoir la théorie d'agence, du free cash flow, de la gestion des résultats et du timing. De plus, les explications offertes par ces approches théoriques se complètent par l'hypothèse de l'asymétrie informationnelle dans le marché financier.

#### **1.1.1 L'asymétrie d'information**

En théorie financière, tout projet à valeur actuelle positive entamé par une entreprise s'inscrit dans une vision de maximisation de la richesse de ses actionnaires. Myers et Majluf (1984) ont conclu que l'information est inégalement partagée entre les investisseurs et les dirigeants. Ces derniers sont plus informés que les investisseurs sur la valeur réelle de l'entreprise et ses perspectives de croissance. De ce fait, en agissant dans l'intérêt des anciens actionnaires, les dirigeants ne peuvent recourir à l'augmentation du capital pour financer un projet d'investissement, que lorsque l'entreprise est surévaluée sur le marché financier. Ainsi, les investisseurs vont connaître une hausse des cours boursiers à l'annonce de l'augmentation du capital, et une dégradation des performances à long terme. Si par contre la valeur de l'entreprise est sous-évaluée sur le marché lors d'un financement d'un projet d'investissement par augmentation du capital, les dirigeants peuvent abandonner ledit projet, malgré sa VAN positive pour ne pas léser les actionnaires existants.

#### **1.1.2 La théorie d'agence**

La théorie d'agence est parmi les approches théoriques les plus utilisées pour expliquer le déclin des performances économique à moyen et à long terme des entreprises nouvellement introduites en bourse.

La théorie d'agence part du postulat selon lequel les dirigeants ne détiennent qu'une partie du capital des entreprises qu'ils gèrent, et qu'ils détiennent souvent plus d'informations que les actionnaires du fait qu'ils sont initiés à la gestion de la firme. Il est impossible, compte tenu des asymétries informationnelles et de l'incertitude de l'environnement, d'élaborer des contrats permettant de mesurer les efforts déployés par les dirigeants et de les contrôler. En effet, les dirigeants cherchent à maximiser leur fonction d'utilité en poursuivant un objectif de croissance afin de mieux contrôler les ressources et d'étendre leur pouvoir. En se comportant ainsi, ces derniers peuvent entreprendre tout projet d'investissement, même ceux à faible VAN.

Jensen (1986) considère le free cash flow, qui correspond à l'ensemble des liquidités disponibles après avoir financé tout projet rentable de l'entreprise, comme l'une des sources de conflits d'agence entre les actionnaires et les dirigeants. Ainsi, après avoir entrepris tous les projets d'investissement à VAN positive, il reste du free cash flow que les dirigeants sont incités à le dépenser dans d'autres projets pour augmenter la taille de l'entreprise, surtout que leur rémunération s'accroît avec la taille de l'entreprise. De ce fait, l'excès de cash dans le bilan de l'entreprise conduit à la destruction de valeur de celle-ci, dans la mesure où il est utilisé par les dirigeants pour financer des projets non rentables. Jensen (1986) insiste sur le rôle disciplinaire de l'endettement, dans la mesure où il freine le comportement discrétionnaire des dirigeants en limitant les flux de trésorerie à leur disposition. La théorie du free cash flow prévoit une baisse des cours boursiers et des performances opérationnelles des entreprises émettrices d'actions, puisque l'augmentation du capital peut rendre les dirigeants plus disposés à entreprendre des projets à faible VAN. Cette théorie explique donc la sous performance opérationnelle des émetteurs après l'introduction en bourse par ce comportement sous optimal des dirigeants.

### **1.1.3 Le timing**

La thèse des fenêtres d'opportunité basée sur le choix du timing propice pour l'introduction en bourse, est avancée dans plusieurs études pour expliquer l'évolution de performances économiques postérieure à l'introduction.

Laughran et Ritter (1995) ont proposé l'hypothèse du timing comme une explication du déclin des performances boursières et opérationnelles à long terme des entreprises émettrices d'actions. Les auteurs ont montré que les dirigeants choisissent d'émettre des actions après une hausse des cours, et dans un contexte d'asymétrie d'information qui ne permet pas aux investisseurs de connaître la vraie valeur de la firme lors de l'introduction en bourse. Les dirigeants cherchent à induire les investisseurs en erreur pour profiter d'une surévaluation de leur firme par le marché financier en émettant des actions (Laughran et Ritter, 1997). En effet, les investisseurs se baseraient sur les bons résultats enregistrés par l'entreprise émettrice, sans prendre en compte l'effet timing, ou les événements momentanément favorables.

Rajan et Servaes (1997) ont confirmé cette hypothèse de timing et ont observé l'existence d'un phénomène de regroupement des introductions en bourse dans le temps et par secteur. Ce phénomène s'explique par le fait que les dirigeants des entreprises émettrices cherchent à profiter de la période dite chaude « hot market », due à une forte évaluation sur le marché, des entreprises candidates à l'introduction en bourse.

### **1.1.4 La gestion des résultats**

La dernière thèse qui s'intéresse à l'explication du phénomène de la sous-performance à moyen ou à long terme des introductions en bourse, est celle relative à la gestion optimale des revenus par l'entreprise candidate avant l'introduction. Cette thèse de gestion de revenus ou de résultats s'accompagne, généralement, par l'effet de timing expliqué plus haut.

Jain et Kini (1995), dans leur étude, ont conclu que les entreprises candidates à l'introduction en bourse, enregistrent des performances opérationnelles largement supérieures à la moyenne réalisée par les entreprises similaires, considérées comme entreprises de contrôle, sur une période allant jusqu'à 12 mois avant la date d'introduction.

Cette situation s'explique par le fait que les entreprises candidates à l'introduction en bourse, mettent en place une politique rigoureuse de gestion des revenus pour donner une meilleure image de la firme avant l'émission d'actions, et ce dans le but d'attirer les investisseurs en les encourageant à adopter des comportements optimistes à l'égard des perspectives de performance des émetteurs.

Cette politique de gestion de résultats conduit généralement à une amélioration des performances opérationnelles avant l'introduction en bourse, ce qui attire les investisseurs qui sont habituellement guidés par les bénéfices et ignorent que les gestionnaires peuvent manipuler les résultats de leurs firmes

Toutefois, après l'introduction en bourse, les revenus de ces entreprises ne peuvent être maintenus au même niveau enregistré avant l'introduction. Ce qui mène les investisseurs insatisfaits de cette situation à réévaluer les entreprises à la baisse, jusqu'à l'atteinte d'un niveau jugé normal, et ce en scindant le revenu net en flux de revenus d'exploitation et en comptes de régularisation discrétionnaire (Teoh, Welch & Wong 1998).

## **1.2. Synthèse des principales études empiriques**

Les études menées sur l'évolution des performances économiques des entreprises nouvellement introduites en bourse, ont mis clairement en évidence le déclin de ces performances après l'opération d'introduction. Ainsi, Jain et Kini (1994) ont mené une étude sur un échantillon de 682 entreprises introduites en bourse sur la période 1976-1988, et ont conclu que les sociétés introduites en bourse surperforment les sociétés de l'échantillon de contrôle (échantillon composé de sociétés appartenant au même secteur d'activité) l'année précédant l'introduction. Toutefois, les performances de ces entreprises se détériorent significativement sur les trois années qui suivent la date d'introduction comparativement à celles des entreprises de contrôle.

De leur part, Mikkelson, Partch et Shah (1997) ont confirmé les résultats obtenus par Jain et Kini (1994). Ces auteurs ont observé dans leur étude effectuée sur un échantillon de 283 entreprises introduites en bourse sur le laps de temps allant de 1980 à 1983, une dégradation de leurs performances économiques dans la période post-cotation. Les auteurs ont également marqué que le déclin des performances économiques est plus remarquable pour les jeunes entreprises de petite taille.

Sur le marché asiatique, Cai et Wei (1997) observent l'évolution des performances économiques de 180 entreprises cotées au NASDAQ sur la période 1971 à 1992, et ont conclu à un effet timing de l'introduction en bourse. De leur côté, Kutsuna et al.(2002) ont rejoint Jain et Kini (1994) dans leurs conclusions et ont conclu, dans leur étude effectuée sur 247 entreprises cotées entre 1995 et 1996, une baisse des performances économiques dans la

période post cotation. Enfin, sur le marché français, Sentis (2001) a mis en exergue l'évolution des performances économiques de 61 entreprises introduites en bourse sur la période allant de 1991 à 1995. L'auteur a emprunté la même démarche de Jain et Kini (1994), en constituant un échantillon de contrôle composé des entreprises du même secteur d'activité et de taille similaire. Les résultats obtenus par cet auteur vont dans le même sens que ceux qui lui précèdent, bien qu'ils restent statistiquement non significatifs.

## **2. L'impact de l'introduction en bourse sur la performance des PME : hypothèse de recherche et méthodologie**

Pour mesurer la performance des PME, nous avons opté pour la performance économique ou « Return On Equity ». Cette dernière permet d'évaluer la performance d'ensemble de l'entreprise dans la mesure où la totalité des moyens mis en œuvre est considérée.

L'explication de l'évolution de la performance économique des PME à partir de l'événement de leurs introductions en bourse, se basera sur une hypothèse déduite d'un cadre de référence théorique. L'hypothèse se teste par un modèle économétrique auprès d'un échantillon de PME introduites à la BVMC tout au long de la période 2001-2011.

Ainsi, dans ce point nous construisons l'hypothèse de recherche et nous présenterons la méthodologie de son test.

### **2.1. Hypothèse de recherche**

Dans cette recherche nous essayons d'expliquer l'évolution de la performance économique des PME depuis leur introduction en bourse. Pour y parvenir, nous faisons appel à un cadre de référence théorique composé de trois théories à savoir : la théorie d'agence, la théorie du free cash flow, et la théorie du timing. Conscients de la difficulté pour expliquer un tel phénomène où s'entremêlent un ensemble de facteurs, nous mobilisons les apports des trois approches théoriques tout en prenant en compte les caractéristiques du terrain d'étude en l'occurrence le Maroc.

La théorie positive de l'agence considère que lorsque le pouvoir de décision dépasse la propriété du capital, le dirigeant développe un penchant pour l'extraction des avantages privés. En effet, cette situation intervient lorsque l'introduction en bourse se réalise par la cession d'une proportion des actions du dirigeant, qui conserve l'intégralité de son pouvoir de prise de décision. Ainsi, la naissance des aspirations opportunistes auprès de ce dernier devient plus vraisemblable en présence d'un système de contrôle laxiste. En effet, la théorie de la gestion des résultats expliquant que l'introduction en bourse se précède par un ensemble de manipulations comptables, ayant pour finalité de surévaluer, la valeur des actions. Ainsi, la gestion des résultats peut se baser sur un transfert des charges vers des comptes d'actif, sur une surévaluation des stocks ou sur un agissement sur les éléments non courants. D'ailleurs, lorsque l'introduction en bourse se précédant par une manipulation indémêlable des résultats, et intervenant à un moment propice où le marché surévalue la valeur des actions des entreprises qui y évoluent, la performance de l'entreprise introduite verra une hausse importante. De fait, en présence d'une asymétrie informationnelle au moins semi-forte, le marché, et le cas échéant les investisseurs, ne s'aperçoivent de la valeur réelle de l'entreprise qu'après son introduction.

Au Maroc, les entreprises cotées en bourse qui sont de forme sociétale, ont un capital concentré. De plus, la plupart de ses entreprises sont sous le contrôle d'un ou de deux actionnaires qui sont de nature familiale et qui exercent un pouvoir éminent sur la prise de décision via le conseil d'administration. De plus, le marché financier marocain se matérialisant dans la BVMC s'avère en plein essor. En effet, la taille de cette bourse témoigne de sa faible contribution au financement de l'économie, d'autant plus que l'étroitesse de sa liquidité présuppose l'existence d'une asymétrie informationnelle forte. En outre, le système légal marocain de tradition civiliste, se base sur l'application des textes de loi limitant son capacité adaptative à l'évolution notable de la créativité comptable. En effet, plusieurs événements de délits d'initiés ont bouleversé la place financière marocaine tout au long de la décennie 2000-2010, devant une vulnérabilité des autorités de contrôle dont le pouvoir de répression disciplinaire n'a acquis ses lettres de noblesse qu'au début de l'année 2014 à la suite de la réforme de son statut. Pour s'introduire en bourse, la législation marocaine applicable au marché financier exige de respecter un ensemble de conditions et autorise des cotations par émission d'un nombre d'actions ne dépassant pas le cinquième du capital. Ces mesures visent essentiellement l'encouragement des sociétés familiales à faire appel public à l'épargne. En effet, frileux d'ouvrir leur capital et de perdre le contrôle, les principaux actionnaires des sociétés s'appêtant à une cotation en bourse cèdent une proportion des actions qu'ils possèdent tout en conservant l'ensemble des pouvoirs de prise de décision qu'ils possédaient avant cette cotation. Ainsi, devant un cadre légal peu contraignant, et de l'absence de toute obligation de publier les états de synthèse par les normes comptables internationales moins permissives de la gestion des résultats (obligation n'incombant qu'aux sociétés constituées en groupe), il est possible de prévoir l'évolution de la performance économique de la société autour de la date de son introduction en bourse. Ainsi, en présence de la gestion des résultats, la performance économique, étant de nature comptable, s'accroît antérieurement à la date d'introduction en bourse, et plus particulièrement lors de la période de préparation de la note d'information publicitaire relatant les caractéristiques de la société et l'évolution de ses perspectives de rentabilité. Après l'introduction en bourse, et en supposons que la gestion des résultats s'est faite par des techniques telles que l'immobilisation des charges<sup>2</sup>, la performance économique se détériore. La baisse de cette performance intervient à la suite des aménagements comptables correctifs, et en raison de la baisse de la valeur marchande des actions de la société cotées. L'hypothèse de cette recherche peut ainsi se résumer comme suit :

***L'événement de l'introduction en bourse par ouverture d'une proportion du capital entraîne une baisse de la performance économique de la société pendant les années suivant l'événement de son introduction.***

## **2.2. Méthodologie**

Pour tester notre hypothèse nous utilisons une méthodologie de test descriptive qui se complètera par une autre de nature explicative. En effet, le test descriptif de notre hypothèse

---

<sup>2</sup> Ce sont des techniques de gestion des résultats qui consistent à utiliser le compte de transfert de charges pour affecter des frais, naturellement circulants, vers des comptes immobilisés dans un premier temps. Par exemple, il est possible d'utiliser un compte transfert de charge en vue d'affecter des frais du personnel intérimaire à une immobilisation corporelle en cours comme des constructions en cours de réalisation. Dans un second temps, et le cas échéant pendant la période comptable suivante, l'immobilisation achevée sera amortie suivant un système dégressif afin de réorienter les charges antérieurement immobilisées vers le compte de résultat.

de recherche se base sur l'étude de l'évolution de la moyenne de la performance économique pré et post introduction en bourse. Ainsi, l'obtention d'une courte de tendance haussière avant la date d'introduction et qui tendra à baisser dès la cotation, constituera un premier résultat nous permettant de maintenir notre hypothèse de recherche. Un second test descriptif consistera en une comparaison des moyennes de la performance économique des sociétés de notre échantillon avant l'introduction en bourse et après cet événement. La comparaison se munit d'une statistique inférentielle de type Wilcoxon afin de déterminer la significativité statistique de la différence. Aussi, une différence statistiquement significative au seuil de 5% de la moyenne de la performance économique calculée sur deux années avant l'introduction en bourse, et celle obtenue sur les trois années depuis la date de cette cotation, nous permet de conserver, à priori, notre hypothèse de recherche.

Le test multi-varié de notre hypothèse se réalise par la méthode de la régression linéaire multiple. En effet, nous régressons, dans un modèle linéaire, la performance économique prise comme variable endogène, sur la variable qui opérationnalise l'introduction en bourse, et un ensemble de variables de contrôle. Le modèle sera estimé sur données de panel en tenant compte des résultats d'un ensemble de tests de spécification et d'estimation.

Pour matérialiser l'effet de la cotation en bourse sur la performance économique de l'entreprise après cet événement, nous utilisons la méthode de l'association des variables. Ainsi, dans le modèle économétrique servant de test multi-varié de l'hypothèse de recherche, nous testons l'effet de la cotation, de celui de la période encadrant cet événement et de leur association. Celle-ci permet de tester l'existence d'un effet de médiation qui matérialise l'effet de la période succédant à l'introduction en bourse sur la performance économique. Ainsi, lorsque l'effet de la variable d'association est à la fois supérieur et statistiquement significatif des deux variables qui la composent prise individuellement, alors il s'agit d'un effet de médiation. Dans notre étude, la vérification d'un effet de médiation matérialisera le fait que c'est pendant la période qui suit l'introduction en bourse que la performance économique est affectée de manière avérée. Le cas échéant, nous aurons des arguments pour conserver notre hypothèse de recherche à l'issue d'une procédure de test explicative.

Ainsi, afin de rendre les conditions de test plus difficile de telle sorte à favoriser le rejet de l'hypothèse de recherche, nous incluons un ensemble de variables de contrôle. En effet, nous prenons en compte l'effet de la taille de l'entreprise, son âge, sa structure financière, sa politique de dividendes, le niveau de la contrainte qui s'y exerce par le marché financier et son secteur d'activité. Le contrôle de la taille se justifie par le fait qu'à l'occasion de l'introduction en bourse, l'incertitude est d'autant plus grande que l'entreprise est de petite taille. Ainsi les entreprises de grande taille sont supposées avoir de bonnes performances après l'introduction en bourse, compte tenu du fait qu'elles subissent moins de risque et jouissent d'une faible incertitude. Par ailleurs, l'âge est un proxy de l'effet d'expérience, et comme une estimation du risque d'échec lors de l'introduction en bourse. Les entreprises les plus âgées sont présumées être moins risquées et auraient ainsi une faible probabilité d'échouer l'opération d'introduction (Schultz, 1993). Le niveau d'endettement est considéré comme un signal de la qualité de l'entreprise émis par les dirigeants. En effet, le niveau d'endettement engendre une augmentation du risque mais, constitue aussi un signal d'une plus grande rentabilité future de l'entreprise. L'augmentation de dettes est donc considérée par le marché comme un signal positif sur les cash-flows futurs. Autrement dit, une entreprise fortement endettée se signale comme étant plus performante. Pour la part du capital ouvert nous l'avons retenue car il permet d'apprécier l'un des signaux les plus utilisés dans la littérature sur les introductions en bourse. La part du capital ouvert divulguée dans le prospectus d'introduction, est considérée comme un signal fiable sur la qualité de l'entreprise.

La littérature utilisant cette variable, confirme une relation inverse entre le pourcentage du capital ouvert et la performance. De plus, l'importance de la part ouverte du capital confronte l'entreprise au contrôle du marché financier, qui de par les arguments de la théorie d'agence, constitue un mécanisme de contrôle limitant l'enracinement des dirigeants. La prise en compte du taux de distribution de dividendes permet de prendre en compte la corrélation entre le taux de distribution des dividendes et la performance des entreprises. Enfin, et pour tenir en compte l'effet sectoriel, nous avons réparti les entreprises de notre échantillon en deux secteurs d'activités (retenu deux variables binaires représentant chacune l'un des trois secteurs suivants : le secteur des industries lourdes et le secteur des TIC. Le tableau n°1 résume l'ensemble des variables du modèle (page suivante).

**Tableau 1 : Variables du modèle de leur mesure**

<i>Concept</i>	<i>Variable</i>	<i>Mesure</i>
<b>Variable endogène</b>		
Performance économique	Ratio de la rentabilité économique (ROA)	$\frac{\text{Excédent Brut d'exploitation}}{\text{Actif économique}}$
<b>Variables explicatives</b>		
Introduction en bourse	Cotation	Variable dichotomique qui prend le nombre 1 si l'entreprise est introduite en bourse et 0 avant l'opération d'introduction.
Période autour de la date d'introduction en bourse	Date	Variable qui varie dans l'intervalle [-2 3]. Elle prend -2 lorsque la date en question correspond à deux années avant la date de l'introduction, et 3 matérialise la troisième année après cette date
Effet de la période après la cotation	Association	Elle est égale au produit de la variable Date et de la variable Cotation
<b>Variables de contrôle</b>		
Economies d'échelle et d'envergure	Taille de l'entreprise	Logarithme népérien de l'actif net comptable
Structure financière	Le levier d'endettement	$\frac{\text{Dettes financières}}{\text{Capitaux propres}}$
Expérience	Age de l'entreprise	Nombre d'année depuis la création
Contrainte du marché financier	Flottant en bourse	Part du capital ouvert au public
Politique de dividende	Taux de distribution des dividendes	$\frac{\text{dividendes}_n}{\text{Résultat net}_{n-1}}$
Effets sectoriels	Importance des charges fixes	Secteur des industries lourdes 1 : si l'entreprise appartient à ce secteur et 0 sinon
	Importance du risque et de l'innovation	Secteur des TIC 1 : si l'entreprise appartient à ce secteur et 0 sinon

*Source : Auteurs*

Ainsi, le modèle que nous cherchons à estimer se présente comme ainsi :

**Équation 1: Modèle économétrique de test d l'hypothèse de recherche**

$$\begin{aligned}
 Re = & \alpha_0 + \beta_1 Cotation_{it} + \beta_2 Date_{it} + \beta_3 Association_{it} + \beta_4 Taille_{it} + \beta_5 Age_{it} \\
 & + \beta_6 Endettement + \beta_7 Flottant_{it} + \beta_8 Dividendes_{it} \\
 & + \beta_9 Industrielourde_{it} + \beta_{10} TIC_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}$$

Les données nécessaires pour mesurer les variables et tester l'hypothèse de recherche se collecte à partir des rapports annuels des sociétés cotées à la BVMC et sur la base de leurs états de synthèse. Ces documents s'obtiennent à partir des sites web des sociétés en question, sur la base du site web de la BVMC et aussi à partir de celui de l'autorité de réglementation du marché financier marocain. Nous choisissons de collecter les données relatives à la période 2000-2011 car celle-ci a connu les principales vagues d'introduction en bourse suscitée par un ensemble de mesures réglementaires incitatives à la cotation en bourse. Ainsi, sur cette période, nous avons recensé un total de 18 opérations d'introduction en bourse concernant les petites et moyennes entreprises. Les données collectées, se qualifient de données primaires car leur consignation s'est faite directement à partir des sources primaires qui les fournies et qui sont les note d'information publiées au profit des investisseurs antérieurement à la date d'introduction, et les états de synthèse.

Le tableau n°2 montre la répartition annuelle des introductions en bourse, selon le marché de cotation.

**Tableau 2: répartition annuelle des introductions en bourse**

	Nombre d'introduction	Marché développement	Marché croissance
2000	0	0	0
2001	2	2	0
2004	0	0	0
2005	2	1	1
2006	5	3	2
2007	5	4	1
2008	0	0	0
2010	0	0	0
2011	4	3	1
<b>Total</b>	18	13	5

Source : Auteurs

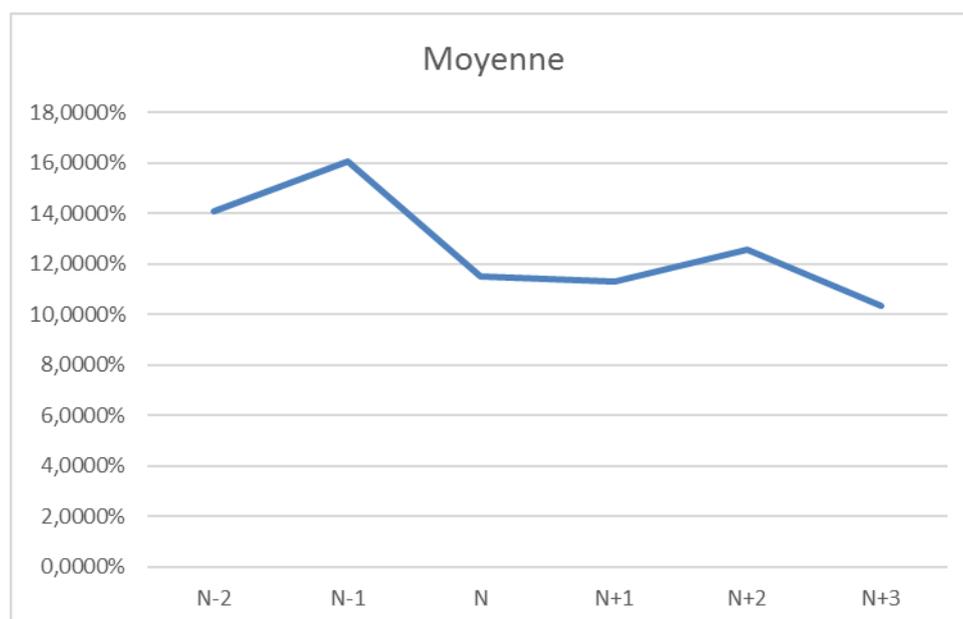
### 3. Analyse de l'évolution de la rentabilité économique après introduction en bourse

Dans un premier temps, nous mettons en exergue les résultats des tests descriptifs de l'hypothèse de recherche, avant de présenter les principaux résultats de son test multi-varié. Si l'un des deux tests réfute l'hypothèse de recherche, elle sera rejetée.

#### 3.1. Résultats des tests descriptifs

Le tableau n°4 montre l'évolution de la moyenne et de la médiane de la performance économique des entreprises de notre échantillon autour de la date d'introduction en bourse intervenant pendant l'année N.

### Evolution de la rentabilité économique autour de la date d'introduction en bourse



L'introduction en bourse semble avoir eu une influence sur la performance économique des entreprises. En effet, cette dernière a passé d'une moyenne de 16,07% en N-1 à 10,36% en N+3, soit une baisse de -35,53%.

Les résultats obtenus mettent en évidence une dégradation des performances économiques des petites et moyennes entreprises introduites sur la bourse de Casablanca. Ces performances, se détériorent, en moyenne, de -9,13% par an après introduction en bourse.

Nous nous référons dans le cadre de la dernière phase des tests descriptifs de notre hypothèse de recherche à la comparaison des moyennes de la performance économique des entreprises tout au long des années autour de la date d'introduction en bourse. Les comparaisons des moyennes calculées se soumettent à un test de Wilcoxon qui est un test non paramétrique permettant de contourner l'hypothèse de l'homogénéité des variances de la performance économique entre les années de comparaison. Les résultats de cette comparaison et du test de Wilcoxon se résument dans le tableau n°3.

**Tableau 3: évolution de la moyenne de la performance économique avant et après la date d'introduction en bourse**

Indicateurs	Moyenne N-2	Moyenne N-1	Moyenne N	Moyenne N+3	Test N-2/N+3	Test N-1/N	Test N-1/N+3	Test N/N+3
Rentabilité économique	14,1028%	16,0694%	11,4938%	10,3600%	0,445	<b>0,005</b>	<b>0,004</b>	0,645

Source : Auteurs

D'après les résultats du tableau n°3, l'introduction en bourse semble avoir un effet négatif sur la performance économique. En effet, cette performance, s'est détériorée significativement à partir de la fin de l'exercice précédent la date d'introduction jusqu'à la troisième année suivant cette date. En effet, alors que les sociétés parvenaient à dégager un excédent brut d'exploitation constituant 16% de l'actif économique l'année qui précède la

date d'introduction en bourse, elles ne généraient que 11,49% de cet actif à la fin de l'année de cotation, et seulement 10,36% à la fin de la troisième année depuis cet événement. Ainsi, la différence entre la performance économique enregistrée par les sociétés à la fin de l'année qui précède leur introduction en bourse et celle correspondante à la fin de la troisième année suivant cet événement est statistiquement significative au seuil de 0,4%.

Sur la base des résultats des tests descriptifs, nous pouvons maintenir notre hypothèse de recherche.

### 3.2. Résultats du test multivarié de l'hypothèse de recherche

Nous testons dans ce volet d'analyse notre hypothèse de recherche via un modèle de régression multiple sur données de panel. En rappelant que nous disposons d'un panel d'une taille initiale de 114 observations, nous soumettons notre modèle (présenté dans l'équation n°1) à la méthodologie de tests de spécification et d'estimation présentés dans la méthodologie.

Les principaux résultats de l'estimation du modèle économétrique se présentent dans le tableau suivant :

**Tableau 4: Principaux résultats de l'estimation du modèle économétrique**

	<i>REN_ECO</i>
<i>AGE</i>	-0.001094**
<i>ASSOCIATION</i>	-0.015835
<i>COTATION</i>	-0.096622**
<i>DATE2</i>	0.008933
<i>INVESLOURD</i>	0.064876***
<i>LOGACTIFNET</i>	-0.016618
<i>LOGCA</i>	0.173040***
<i>LOGDETTES</i>	-0.119440***
<i>LOGDIVID</i>	0.002264
<i>TIC</i>	0.067465**
<i>FLOTTANT</i>	0.234783**
<i>DIVIDENDES</i>	1.77E-10
<i>C</i>	-0.228344
<i>R<sup>2</sup></i>	0.493533
<i>Prob(F-statistic)</i>	0.000000
<i>Prob(Wald F-statistic)</i>	0.000000
<i>Sample: 1 114</i>	
<i>Included observations: 114</i>	
<i>*Significative à 10%, **significative à 5% et *** significative à 1%</i>	

Source : Auteurs

Le coefficient de la variable Date est positif et non significatif, ce qui traduit une amélioration non significative de la performance économique sur l'ensemble des années. Le coefficient de la variable cotation est négatif et significatif au voisinage de 5%. L'impact négatif de la cotation sur la performance économique vient en confirmation à nos attentes hypothétiques de base. Ce qui implique une baisse de la rentabilité économique lors de l'introduction en bourse.

Le coefficient de la variable association est négatif et non significatif, ce qui représente que la performance économique se détériore après l'introduction en bourse d'une manière non

significative. Les coefficients des variables endettement et taille sont négatifs et non significatifs. Ce qui traduit une relation inverse non significative entre la performance économique d'une part, et le taux d'endettement financier et la taille de l'entreprise d'autre part.

Le coefficient de la variable âge est négatif et significatif. Ce qui signifie que les jeunes entreprises enregistrent une performance économique après introduction en bourse plus forte que celle enregistrée par les entreprises plus âgées. Le coefficient de la variable flottant est positif et significatif tandis que le coefficient du taux de distribution de dividendes est positif mais non significatifs.

Pour ce qui est des variables représentant les secteurs d'activités, nous remarquons que les coefficients des secteurs industries lourdes et technologies d'information et de communication sont positifs et significatifs. L'examen des résultats du test de notre modèle économétrique permet de tirer un ensemble de conclusions. En effet, la période s'étalant autour de la date d'introduction en bourse n'a pas d'influence statistiquement significative sur la performance économique de la PME introduite en bourse. S'agissant de la variable de la cotation traduisant la période sur laquelle l'entreprise devient cotée en bourse, l'effet sur la performance économique est à la fois négatif et statistiquement significatif au seuil de 5%. Ainsi, depuis leur introduction en bourse, les sociétés enregistrent en moyenne une performance économique inférieure à celle qu'elles parvenaient à réaliser avant cet événement. L'association entre les deux précédentes variables (cotation et date) donnant lieu à un effet de médiation, ressort avec un signe négatif et non significatif. Toutefois, l'effet de l'association des deux variables est moins fort sur cette performance que celui de la cotation. Plus l'entreprise est proche de la date d'introduction, plus sa performance économique se détériore. En d'autres termes, l'effet préjudiciable sur la performance économique de l'introduction en bourse se mitige au fur et à mesure que l'entreprise s'éloigne de cette date.

Nous pouvons expliquer ce résultat par la gestion des bénéfices par l'entreprise et par la créativité comptable. Ce résultat peut s'expliquer par l'accroissement des charges d'exploitation sous forme de frais d'élaboration de la note d'information, de la publicité, et de la rémunération des banques constituant le syndicats de représentation de l'entreprise.

## **CONCLUSION**

Les résultats obtenus au niveau de cet article permettent d'avancer que la cotation a un effet négatif et significatif sur la performance qui décline au fil des années. Ces résultats se rapprochent, en fait, de ceux des études réalisées sur le marché américain (Jain et Kini (1994) ; Mikkelson, Partch et Shah (1997)), sur le marché asiatique (Cai et Wei (1997), Kim et al. (2002) et Kutsuna et al. (2002)) ainsi que sur le marché français Sentis (2001). Ces différentes études expliquent le déclin de performance économique constaté soit par :

L'hypothèse d'agence dans le mesure où la présence sur le marché financier réduirait le pourcentage de capital détenu par les dirigeants et peut les conduire à adopter des comportements opportunistes contraires à la performance globale de leur entreprise ;

Soit encore par l'hypothèse du timing qui stipule que les dirigeants choisiraient d'introduire leur entreprise en bourse au moment où ils enregistrent des performances économiques qui sont anormalement élevées et donc non récurrentes.

## BIBLIOGRAPHIE

- Cai, J., et K. Wei, (1997) : «The investment and operating performance of Japanese IPO», *Pacific-Basin Finance Journal* 5, 389-417
- Charraux, G. (2001) : « L'efficacité des privatisations françaises : une vision dynamique à travers la théorie de la gouvernance »
- Jain, B. & Kini, O. (1994): «The post- issue operating performance of IPO firms». *Journal of Finance*, vol. 49, N 5, pp. 1699-1726.
- Jensen, M.C. (1986): « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers », *American Economic Review*, p. 654-665
- Kim, K. Kitsabunnarat, P. Nofsinger, J. (2002) : « Ownership control and operating performance in an emerging market : Evidence from Thai IPO firms », *Journal of Corporate Finance*, vol.156, pp 1-27
- Kutsuna.K, Okamura.H, Cowling.M, (2002) : « Owership structure pre and post-IPOs and the operating performance of JASDAQ companies », *Pacific-Basin Finance Journal*, vol.10, pp 163- 181
- Loughran, T. & Ritter, J. (1995): « The new issue puzzle ». *Journal of Finance*, vol. 50, no 1, pp. 23-51.
- Loughran.T, Ritter.J.R, (1997) : « The operating performance of firms conducting seasoned equity offering ». *Journal of Finance*, vol.52(5), 1823-1850
- Megginson W.L., Nash R.C. et Van Randenborgh M. (1994) : « The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms : An International Empirical Analysis », *Journal of Finance*, vol. 59, n° 2, p. 403-452.
- Mikkelson,W.H. & Partch, M.M. & Shah.K, (1997) : « Ownership and operating performance of companies that go public », *Journal of Financial Economics*, vol.44 , 281-307
- Myers, S.C et Majluf, N.S (1984) :« Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have ». *Journal of Financial Economics*, N° 13, p 187-221.
- Pagano.M, Panetta.F, Zingales.L, (1998) : « Why do companies go public : an empirical analysis », *Journal of Finance*, vol.53(1), 27-64
- Rajan.R.G, Servaes.H, (1997) : « The effect of market conditions on initial public offerings », *Journal of Finance*, vol.52, 507-529
- Ritter, J. (1991): « The long-run performance of initial public offerings ». *Journal of Finance*, vol. 46, pp.3-27.
- Sentis, P. (2001) : « Performances opérationnelles et boursières des introductions en bourse : le cas français 1991-1995 », *Finance*, vol. 22, N 1, pp. 87-118.
- Serve, S. (2004) : « L'impact de l'admission à la cote sur les performances économiques des entreprises : Le cas du Nouveau Marché français »
- Teoh, S. H. & Welch, I. & Wong, T.G (1998): « Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings». *Journal of Finance*, Vol. 53, N°6, pp. 1935-1974
- Villalonga B., (2000) : « Privatization and Efficiency : Differentiating Ownership Effects from Political, Organizational, and Dynamic Effects », *Journal of Economic Behavior & Organization*, vol. 42, p. 43-74.