

## **Introduction en bourse et performances économiques des entreprises : Le cas Marocain**

### **IPO and economic performance of companies: The Moroccan case**

**Hanane AAMOUM**

Enseignant chercheur

École nationale de commerce et de gestion de Casablanca Université Hassan 2

Ingénierie scientifique des organisations Maroc

**hanane.aamoum@gmail.com**

**Badreddine GBAOUI**

Doctorant

École nationale de commerce et de gestion de Casablanca Université Hassan 2

Ingénierie scientifique des organisations Maroc

**badrgbaoui@gmail.com**

**Date de soumission :** 05/12/2020.

**Date d'acceptation :** 22/01/2021.

**Pour citer cet article :**

AAMOUM.H et GBAOUI.B (2021) «Introduction en bourse et performances économiques des entreprises : Le cas Marocain », Revue Française d'Economie et de Gestion «Volume 2 : Numéro 1» pp : 156 – 177.

Author(s) agree that this article remain permanently open access under the terms of the Creative Commons

Attribution License 4.0 International License



## Résumé

Le poids du marché de capitaux est prépondérant afin d'octroyer des ressources nécessaires au financement des firmes. Les entreprises opérantes dans différents marchés font face à des contraintes qui demandent des moyens de financement. Le recours au marché boursier diminue ces risques et rend l'entreprise plus performante en termes économiques.

Dans cet article, nous mettons en exergue la relation entre L'IPO et les performances économiques des entreprises introduites en bourse.

**Mots clés :** IPO ; Performance ; Impact ; Économique ; Indicateurs

## Abstract

The weight of the capital market is preponderant in order to provide resources needed to finance firms. Companies operating in different markets face constraints that require financing. Recourse to the stock market reduces these risks and makes the company more efficient in economic terms.

In this article, we highlight the relationship between IPOs and the economic performance of IPOs.

**Key words:** IPO ; Performance ; Impact ; Economic ; Indicators

## Introduction

Le développement d'un pays est fortement corrélé à la disponibilité de capitaux financiers. En effet, Plusieurs utilisations peuvent être décrétées au marché boursier, la principale est la fructification de l'épargne. Ainsi, lors de l'investissement des épargnants, les firmes ont la possibilité de muter leurs facteurs de productions. Il permet aussi de libérer le capital des entreprises à d'autres potentiels investisseurs grâce aux IPO<sup>1</sup>.

De ce fait, l'IPO influence les indicateurs économiques des firmes. La notion « économique » fait référence à la réalisation, par les entreprises, d'une compatibilité entre le bénéfice et le cout engendré pour son atteinte (Lorino, 1997).

Dans le cadre de cette étude nous répondrons à la problématique suivante : Quel est l'impact des introductions en bourse sur les performances économiques des entreprises cotées à la bourse de Casablanca ?

Afin d'y parvenir, nous nous intéresserons à l'évolution de la performance économique des entreprises présentes sur la place financière marocaine pendant la période allant de 2004 à 2013. Cet article est composé d'une première partie dans laquelle nous abordons le cadre théorique du lien entre une introduction en bourse et les indicateurs de types économiques des entreprises. Le cadre théorique concernera à la fois l'exposition d'un Benchmark des études réalisées sur le même sujet mais sur d'autres territoires ainsi que notre choix des variables à analyser, justifié, lors de notre étude.

Dans un second temps, nous nous pencherons sur des données concernant les entreprises cotées à la BVC relatives à notre échantillon, à la période d'étude et aux résultats obtenus sur l'évolution des indicateurs économiques de ces mêmes entreprises avant et après leurs introductions. Nous avons choisi de faire appel aux statistiques descriptives en nous basant sur les moyennes des indicateurs, avec un appui du Test T qui nous permettra de confirmer les évolutions des indices de types économiques des entreprises faisant l'objet d'une cotation au marché boursier marocain.

### 1. Cadre théorique et conceptuel

#### 1.1 Modèles empiriques développés sur les marchés américains, asiatiques et européens

Plusieurs travaux ont étudié la relation entre l'introduction en bourse et les performances économiques des entreprises. En effet, sur le marché américain, asiatique et européen le

---

<sup>1</sup> Introduction en bourse en anglais « Initial public offering »

constat reste le même : un déclin des indicateurs économiques après IPO. Cependant, les facteurs expliquant ce déclin diffèrent d'un marché à un autre

Dans leurs études, (Brau et al, 2020) se sont penchés sur un échantillon de 5345 entreprises introduites pendant la période allant de 1985 à 2003. Les auteurs ont pu développer plusieurs facteurs suite à une IPO : Un niveau d'endettement significatif, des ventes plus importantes et une valorisation inférieure. Après comparaison entre des entreprises introduites et d'autres non introduites (Opérantes dans le même secteur et ayant la même taille), les auteurs concluent que les entreprises introduites présentent des indicateurs économiques nettement en déclin trois ans après leurs introductions.

Une autre étude, développée par (Jai et Kini, 1994) sur le marché américain a été menée. Les auteurs ont pris comme échantillon 682 entreprises ayant recours à une IPO sur un période entre 1976 et 1988. Afin d'avoir plus de fiabilité dans leurs études, (Jai et Kini, 1994) ont recours à un échantillon de contrôle où figure des entreprises du même secteur et de la même taille. Selon les résultats obtenus, les auteurs affirment une évolution des indicateurs économiques en première année d'introduction (en comparaison avec l'échantillon de contrôle). Cependant, ces performances revirent au déclin à partir de la deuxième année. Les auteurs avancent des explications au travers la théorie d'agence. En effet, le déclin des indicateurs économiques est plus accentué au niveau des entreprises dont la majorité du capital est détenu par des sociétés à capital risque comparées aux entreprises ayant un faible capital détenu par ces mêmes sociétés.

(Mikkelson et al, 1997) ont réalisé un travail portant sur la relation entre les indicateurs économiques de l'entreprise et sa structure actionnariale. Les auteurs ont pris comme échantillon 283 IPO dans une période allant de 1980 à 1983. Après IPO, les entreprises connaissent une dégradation des indicateurs économiques mais qui ne se confirment que sur le très long terme (10 années suivant leurs introductions). Les auteurs n'ont pas trouvé de lien concluant entre les indicateurs de performances économiques et la structure actionnariale. Cependant, la taille et l'Age jouent un rôle prépondérant après IPO. (Mikkelson et al, 1997) ont fini par expliquer cette dégradation par un *effet de Timing* de l'IPO.

En comparant un échantillon composé d'entreprises avec une structure d'actionnariat familiale et des entreprises ayant un flottant en bourse important, (Lobato et al, 2020) ont prouvé qu'après IPO, les indicateurs économiques sont en nette diminution pour les deux catégories de leurs échantillons, le travail s'est effectué dans une période allant de 1994 à 2012.

Au niveau asiatique, certains auteurs (Cai et Wei, 1997 ; Kutsuna et al 2002) ont travaillé respectivement sur un échantillon de 180 et 247 entreprises. Les résultats des deux études étaient peu concluants. En effet, (Cai et wei, 1997) ont fini par expliquer le déclin des indicateurs économiques par un *effet de timing*. Quant à (Kutsuna et al, 2002), l'évolution négative des performances économiques est expliquée par la présence des sociétés à capital risque dans le capital des entreprises introduites.

Les travaux de (Kim, *et al*, 2002) tentent d'apporter un éclairage aux résultats divergents observés dans les études précitées : le lien entre performances économiques et taux de rétention de l'actionnariat dirigeant est modélisé par une relation linéaire. Les auteurs étudient 133 introductions en bourse d'entreprises thaïlandaises sur la période 1987-1993. Ce marché a pour spécificité un actionnariat très concentré, typique des pays asiatiques émergents (poids important des familles et des banques dans l'actionnariat). Les performances économiques déclinent après l'introduction en bourse sans que le niveau des ventes ou celui des dépenses d'investissement permettent de l'expliquer. En revanche, le modèle linéaire se révèle explicatif de la variation des performances économiques : pour de faibles et forts taux de rétention (inférieurs à 31 % et supérieurs à 71 %), le déclin est d'autant plus faible que le taux de rétention est élevé. Pour des taux intermédiaires (31 % et 71 %), il augmente avec le taux de rétention. Enfin, la taille et l'âge ont une influence positive sur la variation de performance économique.

L'étude de (Wang, 2005) qui a porté sur 747 entreprises chinoises sur la période 1994-1999 a eu comme constat un déclin des performances économiques après IPO tout en mettant en évidence une relation linéaire entre ce déclin et les taux de détention des gros actionnaires (Bigshareholder).

En Europe, et plus précisément sur le marché français, (Sentis, 2001) a réalisé une étude sur 61 entreprises après IPO sur la période 1991-1995, cette étude démontre le déclin des performances économiques des entreprises post IPO. Contrairement aux études précédentes, Sentis n'a pas pu vérifier l'hypothèse d'agence : le lien entre les performances économiques et la fraction de capital introduite n'est pas significatif, à noter que la période d'étude n'est pas marquée par un grand nombre d'introductions en bourse, ce qui remet en cause ces résultats.

L'étude de (Pagano et al, 1998) a porté sur les conséquences de l'introduction en bourse sur un échantillon composé de 69 entreprises italiennes : le même constat que les études précédentes à travers une évolution négative des indicateurs économiques variant de 1.5 % à 3%. Le phénomène était, statistiquement, expliqué par un *effet de timing*.

Cependant, (Hanbing et al, 2019) remarquent à juste titre que le phénomène de sous-performance économique à long terme remet en cause la théorie de l'efficience des marchés selon laquelle les actions s'échangent toujours à leur juste valeur.

Le déclin des performances économique post IPO peut avoir plusieurs explications. La première est liée à la structure actionnariale. (Leland et Pyle, 1977) avance que la théorie du signal joue un rôle important dans la mesure où le dirigeant conserve une part significative après IPO, ce qui est un signal que le business de l'entreprise réalisera des bénéfices après introduction. D'autres auteurs tels que (Berle et Means, 1932 ; Jensen et Meckling, 1976) avance que lorsque les dirigeants préservent une part importante du capital après IPO ceci mène à des couts d'agences, ce qui nuit à ses indicateurs économiques.

En Italie, (Zingales, 1995) a prouvé que l'IPO n'est qu'une technique pour diversifier les investisseurs (Institutionnels ou non). Cependant, les actionnaires dirigeants opteront toujours pour l'option de préserver une part significative du capital.

L'évolution négative des indicateurs économiques peut aussi être expliquée par l'asymétrie des informations. En effet, lors d'une IPO, l'information n'est pas accessible à tout le monde. Ajoutons à cela que le choix du moment opportun d'introduction ou *effet de timing*. Ceci est généralement la volonté des dirigeants de l'entreprise. Dans leurs études (Loughran et Ritter, 1997) ont prouvé qu'au moment de l'IPO, les performances économiques des entreprises atteignent un PIC positif.

Finalement, (Rangan, 1998) avance l'hypothèse selon laquelle la gestion de résultat explique la décroissance des indicateurs économiques. De ce fait et à travers des jeux comptables, les dirigeants tendent à surestimer les comptes de l'entreprise introduite.

## 1.2 Les indicateurs de mesure des performances économiques

L'approche purement économique est comme précité basée sur l'atteinte des finalités de l'entreprise. Ainsi, les actionnaires dirigeants tendent à l'atteinte des performances dites économiques.

À travers le modèle de (Barber et Lyon, 2003) les auteurs ont remis en évidence la valeur ajoutée sous un format économique qui permet d'atteindre les finalités de l'entreprise. De ce fait, (Barber et Lyon, 2003) utilise un indicateur présent sur le compte d'exploitation et qui

n'inclut pas les *accruals* : l'excédent brut d'exploitation (EBE). L'indicateur permet, par conséquent, d'éviter l'un des facteurs de gestion de résultat. Le deuxième indicateur le plus recommandé est le ratio de rentabilité économique (ROA). Son calcul se fait par le rapport entre EBE/ total actifs. L'amélioration de ce ratio se fait selon deux techniques : la première consiste à augmenter la marge de gain. La deuxième, quant à elle, se fait à travers une stimulation des ventes et par conséquent du chiffre d'affaires. Ce qui nous amène vers deux indicateurs : le ratio de marge et le ratio de rotation des actifs. Le premier se calcule à travers  $EBE/ CA\ Ht$ , le deuxième  $CA\ Ht/ total\ actif$ .

Donc, l'évolution de la rentabilité économique peut avoir deux raisons, la combinaison de l'évolution du taux de marge et la combinaison de l'évolution du taux de rotation des actifs.

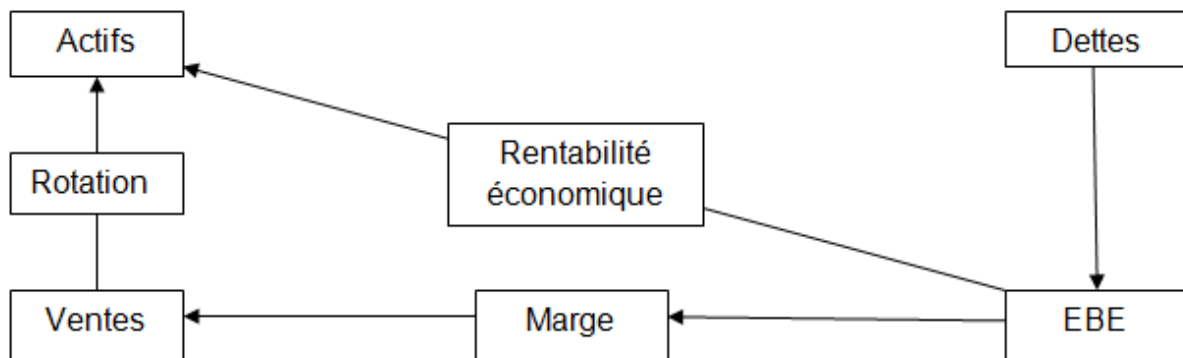
Ainsi, le déclin de la rentabilité économique est expliquée soit par la baisse du ratio (EBE/CA) et/ou au recul du ratio (CA/TA).

Par conséquent, il est obligatoire de vérifier l'efficacité des actifs investis à travers le résultat réalisé par ces mêmes actifs. De ce fait, le calcul  $EBE/ Ta$  s'avère être plus représentatif. Cependant, il est à signaler que l'élimination du retour sur investissement est à prendre en considération à travers le calcul de la moyenne des actifs en début et en fin d'année comptable.

Finalement, deux autres indicateurs peuvent être rajoutés : le taux d'endettement global et le taux d'endettement financier. L'utilité de ces deux indicateurs est illustré à travers une probable gestion de résultats de la part des dirigeants par des jeux comptables (investissement gonflants les actifs). L'investissement est souvent accompagné par un endettement significatif. L'indicateur taux d'endettement est calculé par le ratio  $total\ dettes/ total\ actif\ moyen$ . Quant au taux d'endettement financier, il est calculé par le ratio  $Dettes\ financières/ Total\ actif\ moyen$ .

La figure 1 résume le processus de rentabilité économique dans une entreprise.

**Figure 1 : La rentabilité économique au sein de l'entreprise à travers des ratios de marge, de rotation et de dette**



Source : Auteurs

### 1.3 Modèle conceptuel de l'étude

Dans notre travail, l'objectif est de mesurer la croissance ou la décroissance des indicateurs économiques des entreprises présentes à la BVC depuis leurs premières cotations. Afin d'atteindre notre objectif, nous avons établi un benchmark des modèles réalisés sur différents marchés : **américain, asiatique et européen**. Toutes ces études concluent avec le même constat : Le déclin des performances économiques post IPO, sauf que chaque auteur a utilisé sa propre démarche empirique, ainsi les causes de ce déclin sont résumées en trois aspects : l'hypothèse d'agence, l'hypothèse du timing et l'hypothèse de gestion par résultat.

Le terrain d'étude Marocain possède ses propres caractéristiques, la principale étant le faible accès des entreprises marocaines au marché boursier (Hefnaoui et Bendarkawi, 2020). De ce fait, le cadre théorique mobilisé (Benchmark) doit impérativement être adapté au contexte marocain. Par conséquent, on a pu regrouper un ensemble d'indicateurs pouvant expliquer la performance économique des entreprises cotées à la bourse de Casablanca.

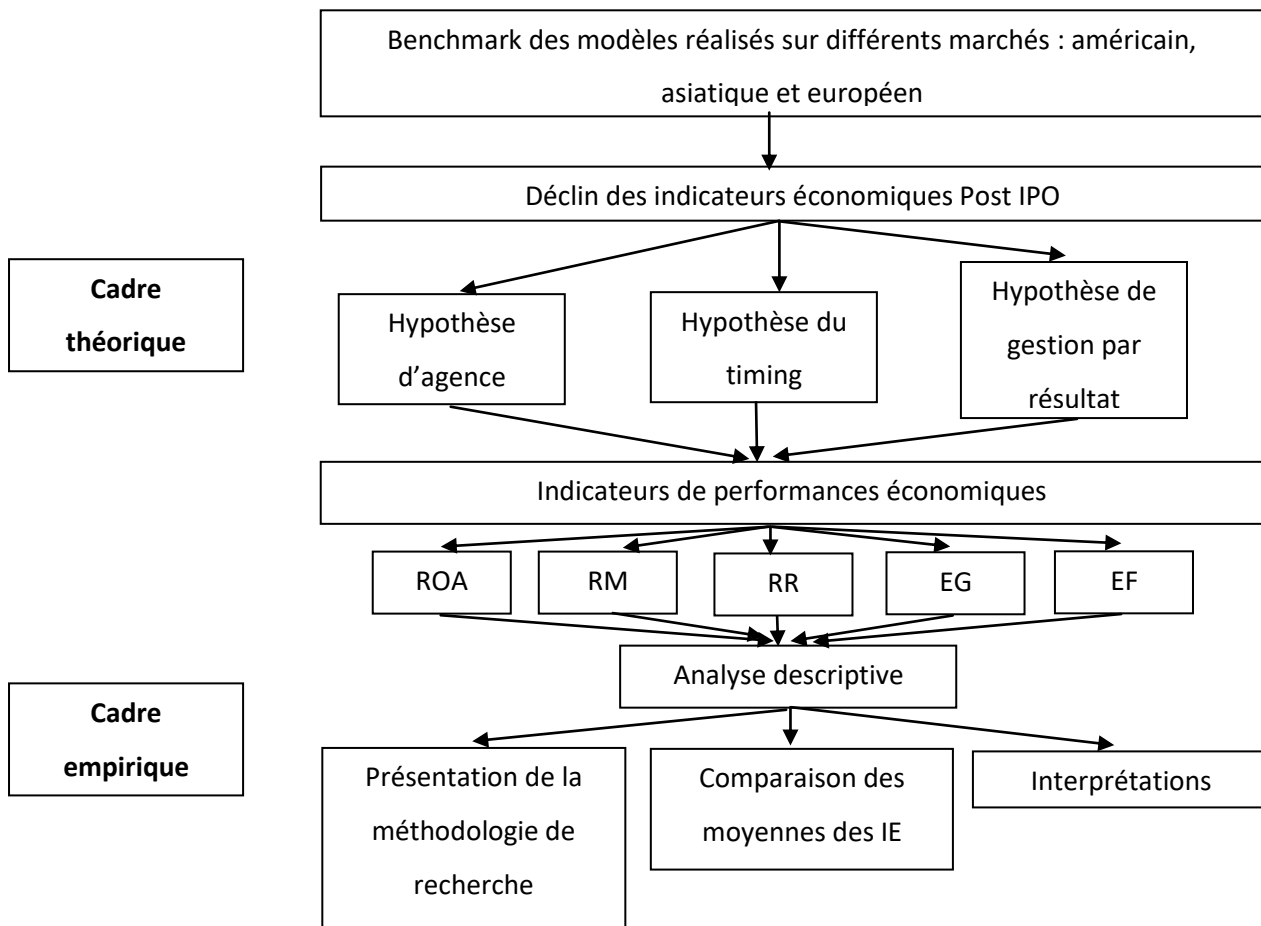
Premièrement, on a choisi le taux de rentabilité économique composé de l'excédent brut d'exploitation mesurant la rentabilité du cœur de métier de l'entreprise sans inclure les Accruals afin d'éviter une gestion par résultat, cet EBE est rapporté à l'actif moyen afin de prendre en considération les moyens utilisés pour générer un gain, on a choisi l'actif moyen pour inclure les investissements réalisés au courant de l'année. Ensuite, on a jugé utile de décortiquer le ROA (Return on asset ou rentabilité économique) en un ratio de marge et un ratio de rotation des actifs. Le ratio de marge, quant à lui, est défini comme le rapport entre l'EBE et le CA HT, le ratio de rotation des actifs, quant à lui, est le résultat du rapport entre CA HT et total des actifs moyen. Enfin, deux indicateurs semblent nécessaires afin d'éviter

une probable gestion par résultat : Le taux d'endettement qui est calculé par le rapport entre le total des dettes et le total des actifs moyens et le taux d'endettement financier, à travers le rapport entre les dettes financières et le total de l'actif moyen.

Afin de cerner notre modèle, nous avons choisi de mettre en évidence la valeur ajoutée de notre travail. En effet, nous devons illustrer l'apport de notre travail sur le cas marocain à travers un échantillon représentatif. Ensuite, la récolte de données se fera à travers des documents officiels : bilans et CPC. La comparaison s'étalera sur une période entre l'année avant IPO et les trois années post IPO.

Le modèle conceptuel de notre étude peut être représenté par la figure 2.

**Figure 2 : Modèle conceptuel de l'étude**



Source : Auteurs

## 2. Présentation de l'étude et de la méthodologie de travail

Dans le cadre de cette recherche nous analysons l'évolution de la performance économique des entreprises cotées à la BVC depuis leur introduction. Nous avons collecté les données nécessaires sur la base des états de synthèse et des notes d'informations des entreprises. De ce

fait, nous procéderons à une comparaison entre les performances économiques des entreprises sur la base des moyennes calculées sur une période allant d'une année avant l'IPO et trois ans Post IPO.

## **2.1 Apport dans le Cas Marocain**

Lors de l'IPO, les entreprises candidates à une introduction en bourse élaborent en collaboration avec leur banque d'affaire une note d'information. Ce document contient : Une présentation de l'opération d'IPO (Objectifs, structure de l'offre, modalités de souscription, appréciation du prix...), une présentation de l'entreprise (Renseignements généraux, organigramme, renseignement sur le capital...), sa situation financière actuelle et prévisionnelle ainsi que ses perspectives d'évolutions.

Dans le cas Marocain et à travers notre analyse des notes d'informations, on peut dire que les entreprises introduites à la Bourse de Casablanca durant la période 2004-2013 ont recours à des jeux comptables légaux du plan comptable général marocain. Ce n'est qu'en 2012 que les organes de réglementation ont obligé les entreprises susceptibles d'une introduction de présenter leurs états de synthèses en normes IFRS.

Les notes d'informations révèlent aussi que le choix du moment opportun de l'introduction est d'une importance cruciale. En effet, les entreprises introduites durant la période 2004-2013 choisissent le moment où les chiffres sont au vert pour une période bien déterminée, le cas des entreprises du secteur immobilier le prouve, un secteur très fluctuant peut être à l'origine de ce problème.

Enfin le dilemme de l'agence, la part majoritaire de l'actionnariat des compagnies cotées à la bourse de Casablanca est détenue par un seul actionnaire, qu'il soit institutionnel ou particulier, la réglementation du marché marocain oblige les entreprises à libérer un flottant de 20% au minimum. Ainsi, lorsque l'actionnaire dirigeant libérera une part de son capital, il pourra exercer des pressions sur les nouveaux actionnaires, ce qui conduit à un conflit d'intérêt entre actionnaires et à une détérioration des performances économiques de l'entreprise.

## **2.2 Recueil des données**

Avant leurs introductions, les entreprises élaborent une note d'information, en collaboration avec l'organisme chargé de leur IPO (Généralement une banque d'affaire).

Le recueil des données financières s'est fait à travers la lecture des documents préparés et publiés par les institutions concernées (Banques d'affaires, BVC, AMMC), principalement les notes d'information pour la période avant l'introduction et les états de synthèses publiés

pendant et après l'introduction en bourse. Ces documents s'obtiennent à partir des sites web des organes de réglementation, en l'occurrence : la bourse des valeurs de Casablanca et l'autorité marocaine des marchés de capitaux.

Les données collectées à partir des documents précités peuvent être qualifiés de primaires car après recueil des paramètres (EBE, Total actif moyen, Chiffre d'affaires, Total dettes, Dettes financières), nous avons dû recalculer les ratios choisis pour mesurer les performances économiques des entreprises (Rentabilité économique, Ratio de marge, Ratio de rotation, Endettement global et Endettement financier). Par la suite ces ratios seront traités par une analyse adéquate.

Afin d'aboutir à une fiabilité maximale, nous avons eu recours à une purification de notre échantillon des entreprises faisant l'objet d'évènements exceptionnels tels : OPR, OPA, ORA, Investissement important, Liquidation judiciaire...

### **2.3 Période de la recherche**

Nous choisissons la période 2004–2013 car celle-ci a connu les principales vagues d'introduction en bourse suscitées par un ensemble de mesures réglementaires incitatives à la cotation en bourse dont la principale est celle de 2005 marquée par une simplification des conditions d'accès à la cote. Ainsi, sur cette période, on a pu recenser un total de 32 introductions en bourse. Pour rappel, nous avons opté pour un horizon temporel allant d'une année avant IPO et trois ans après IPO.

### **2.4 Présentation de l'échantillon**

La période choisie étant entre 2004 et 2013. Ce choix est justifié par l'adoption, pendant cette période de la part des organes réglementaires (AMMC et BVC) de mesures encourageants à la cotation dont la principale est celle de 2005 marquée par une simplification des conditions d'accès à la cote casablancaise.

Sur cette période, on a pu recenser un total de 32 introductions en bourse, soit 42% de la population mère représentée par 76 entreprises cotées, ce qui est très significatif. En effet, la plus grande concentration d'IPO s'est faite en 2006 et 2007 avec un pourcentage de 25% chacune

Nous avons opté pour une période allant d'une année avant IPO à une année après IPO avec N étant l'année de l'introduction. Par conséquent, les indicateurs des entreprises introduites en 2013 à la Bourse des Valeurs de Casablanca seront analysés sur un horizon qui s'étale jusqu'à 2016. Par ailleurs, la seule introduction qu'a connu la bourse de Casablanca et qui ne rentre

pas dans le cadre de notre Analyse est celle de l'entreprise Mutandis, introduite en mai 2018 et qui ne peut pas faire partie de notre échantillon puisque nous aurons aussi besoin des chiffres des années 2020 et 2021 pour effectuer les analyses.

Afin d'aboutir à une fiabilité maximale, on a eu recours à une purification de notre échantillon des entreprises faisant l'objet d'évènements exceptionnels tels : OPR, OPA, ORA, Investissement important, Liquidation judiciaire.

Notre échantillon est composé essentiellement d'entreprises opérantes sur le marché du matériel informatique (18.75%), du BTP (12.5%) et de l'immobilier (9.3%).

#### 2.4.1 Introductions à la bourse de Casablanca depuis entre 2004 et 2013

À partir de l'année 2004, le tableau 1 démontre le nombre d'IPO par année jusqu'à l'année 2013.

**Tableau 1 : Répartition annuelle des introductions en bourse**

Année	Nombre d'IPO	Marché Principale	Marché de croissance	Marché de développement
2004	1	1	0	0
2005	3	1	1	1
2006	8	5	2	1
2007	8	6	0	2
2008	5	4	0	1
2009	0	0	0	0
2010	1	1	0	0
2011	4	1	1	2
2012	1	1	0	0
2013	1	1	0	0

Source : AMMC

Durant la période 2004-2013, la bourse de Casablanca a connu 32 introductions, soit 44% de la population mère représentée par 73 entreprises cotées. En effet, la plus grande concentration d'IPO s'est faite en 2006 et 2007 avec un pourcentage de 25% chacune. Notre échantillon est composé essentiellement d'entreprises opérantes sur le marché du matériel informatique (18.75%), du BTP (12.5%) et de l'immobilier (9.3%).

#### 2.4.2 Motivations des introductions en bourse

Lors de l'IPO, chaque entreprise cherche à réaliser des objectifs ou même des finalités, ceci diffère d'une entité à une autre, plusieurs variables peuvent être prises en considération : La

**Tableau 2 : Motivations des introductions en bourse de l'échantillon**

<b>Buts de l'introduction en bourse des entreprises</b>	<b>Nombre d'entreprises</b>
Financement de projets	<b>14</b>
Développement de la réputation	<b>2</b>
Assainissement de la structure financière	<b>10</b>
Mise en place de liquidités aux actionnaires	<b>6</b>

**Source : AMMC**

Le cadre de l'opération d'introduction diffère, nous avons pu résumer les buts des introductions pour la période 2004-2013 en quatre : Le financement de projets, le développement de la notoriété, l'amélioration de la structure financière et la mise à disposition de l'actionnaire une liquidité. Il est à signaler que lors d'une IPO l'entreprise candidate cherche à aboutir à tous ces objectifs mais à des degrés différents. D'après nos données, 14 entreprises introduites dans la période 2004-2013 à la bourse de Casablanca cherchent à financer des projets, soit 43%. Le reste est dispatché entre les entreprises ayant comme but l'amélioration de la structure financière, soit un peu moins du tiers, la recherche des liquidités pour l'actionnaire (18%) et le développement de la notoriété (6%).

### **2.4.3 Caractéristiques des entreprises introduites**

Lors d'une introduction en bourse en X, les entreprises se différencient par rapport à certaines caractéristiques telles que la taille de l'offre, le prix de l'offre, le flottant après IPO, l'âge des entreprises mais aussi la valeur comptable des actifs en (X-1) qui servent comme base pour valorisation des entreprises introduites. Nous avons résumé les caractéristiques des entreprises introduites dans le tableau 3.

**Tableau 3 : Caractéristiques des entreprises de l'échantillon**

Caractéristiques	Moyenne
Taille de l'offre (en MMAD)	467.33
Prix de l'offre (en MAD)	582
Flottant après IPO (%)	24.96 %
Age des entreprises (en Années)	41
Valeur comptable des actifs en (N-1) (en MMAD)	3700

**Source : AMMC**

La taille moyenne de l'offre est de 467 333 605 MAD et le prix d'offre moyen de 582 MAD. Le flottant moyen qui représente la fraction des titres libérés au public est de 24.96%, ce taux est bien supérieur à celui de (Mikkelson et al, 1997) sur le marché américain (6.9%) ou en Italie (Pagano et al, 1998) (8%).

L'âge moyen des entreprises introduites sur la période 2004-2013 à la BVC est de 41 ans. Quant à la valeur comptable moyenne des actifs en (X-1) de l'échantillon, elle est de 3 700 109 234 MAD. Cette valeur est utilisée lors de la détermination du prix d'offre par différentes méthodes de valorisations des entreprises à savoir : DCF, DDM, Comparables boursiers.

## 2.5 Résultats

Une enquête quantitative s'adressant à un échantillon représentatif de la population étudiée nous a permis d'obtenir des informations généralisables à l'ensemble de la population. L'analyse quantitative nous a permis d'analyser l'évolution des performances économiques après IPO des entreprises introduites à la BVC entre 2004 et 2013.

Notre analyse a porté sur les moyennes géométriques des indicateurs choisis (Rentabilité économique, Taux de marge, Taux de rotation, Endettement global et Endettement financier) afin d'éliminer l'impact des valeurs aberrantes qui pourront biaiser notre analyse.

**Les données sont traitées et analysées grâce au logiciel d'analyse statistique SPSS version 20.**

Les tableaux 4, 5, 6, 7 et 8 résument les résultats obtenus.

### 2.5.1 Rentabilité économique

**Tableau 4 : Évolution de la moyenne de la rentabilité économique après IPO**

	Année	Intervall e	Année	Intervall e	Année	Intervall e	Année	Intervall e	Année
EBE/Tam	X-1	(X-1) à (X)	X	(X-1) à (X+1)	X+1	(X-1) à (X+2)	X+2	(X-1) à (X+3)	X+3
Nombre d'observation	32		-		-		-		-
Moyenne	13.81%		11.59%		11.63%		10%		10.63 %
Test T		0.007**		0.002**		0.004**		0.015**	
Variation de moyenne		-16.07%		-15.78%		-27.58%		-23.02%	

Source : Auteurs

\*\* Le niveau de significativité du test est 5%

Selon les résultats obtenus dans le tableau 4, l'introduction en bourse semble avoir un impact négatif sur la rentabilité économique des entreprises cotées à la BVC. En effet, la moyenne de la rentabilité économique est passée de 13.81% en (X-1) à 10.63 % en (X+3), soit un recul de 23.02%. Cette diminution est accentuée pendant la deuxième année après IPO en (X+2) avec une variation de -27.58%. Notons que les résultats du test T (0.007, 0.002, 0.004, 0.015) confirment l'hypothèse de différence entre moyennes avec un seuil de signification de 5%.

### 2.5.2 Le ratio de marge

**Tableau 5 : Évolution de la moyenne de marge d'exploitation après IPO**

	Année	Intervalle	Année	Intervall e	Année	Intervall e	Année	Intervall e	Année
EBE/ CA	X-1	(X-1) à (X)	X	(X-1) à (X+1)	X+1	(X-1) à (X+2)	X+2	(X-1) à (X+3)	X+3
Nombre d'observation	32		-		-		-		-
Moyenne	18.63%		19.25 %		16.22%		19.16 %		19.06 %

<b>Test T</b>		0.597		0.320		0.807		0.853	
<b>Variation de moyenne</b>		3.33%		-12.93%		2.84%		2.30%	

Source : Auteurs

Le tableau 5 démontre une légère hausse du taux de marge entre (X-1, N) et (X-1, X+2) avec respectivement une hausse des moyennes de 3.33% et 2.84% mais pas assez significative. En revanche, la moyenne des ratios de marge des entreprises introduites à la BVC durant la période 2004-2013 a connu une baisse allant de 18.63% à 16.22% entre (X-1, X+1) due principalement à la baisse de l'EBE après IPO.

### 2.5.3 Le ratio de rotation

Tableau 6 : Évolution de la moyenne des ratios de rotation après IPO

	Année	Intervalle	Année	Intervalle	Année	Intervalle	Année	Intervalle	Année
CA/ Tam	X-1	(X-1) à (X)	X	(X-1) à (X+1)	X+1	(X-1) à (X+2)	X+2	(X-1) à (X+3)	X+3
<b>Nombre d'observation</b>	32		-		-		-		-
<b>Moyenne</b>	89.09%		79.59%		86.03%		71.81%		70.72%
<b>Test T</b>		0.345		0.817		0.003**		0.002**	
<b>Variation de moyenne</b>		-10.66%		-3.43%		-19.39%		-20.61%	

Source : Auteurs

\*\* Le niveau de significativité du test est 5%

L'introduction en bourse semble avoir une influence sur les ratios de rotation. Les ratios de rotations ont varié de 89.09% pendant l'année avant IPO à 70.72% suivant la troisième année de cotations après introduction avec une moyenne d'évolution négative de 13.5% par année.

Le test T vient confirmer l'hypothèse de différence des moyennes, sa signification est de 0.003 entre X-1 et X+2 et 0.002 entre X-1 et X+3.

### 2.5.4 L'endettement global

**Tableau 7 : Évolution de la moyenne du ratio d'endettement globale après IPO**

	Année	Intervalle	Année	Intervalle	Année	Intervalle	Année	Intervalle	Année
TD/Tam	X-1	(X-1) à (X)	X	(X-1) à (X+1)	X+1	(X-1) à (X+2)	X+2	(X-1) à (X+3)	X+3
<b>Nombre d'observation</b>	32		-		-		-		-
<b>Moyenne</b>	53.75 %		43.19 %		43.22 %		54.81 %		54.12 %
<b>Test T</b>		0.042**		0.048**		0.742		0.898	
<b>Variation de moyenne</b>		-19.64%		-19.59%		1.97%		0.68%	

Source : Auteurs

\*\* Le niveau de significativité du test est 5%

Le taux d'endettement global matérialisé par (Endettement globale/ Total actif moyen) met en avant un désendettement des entreprises l'année suivant l'IPO, puisque la moyenne a diminué de 19.64%. Ce désendettement est normal puisque l'introduction en bourse permet une levée de fonds quel que soit le marché de cotation. En revanche, X+2 connaît un rebond de la moyenne du ratio d'endettement passant de 46.22% à 54.81%.

Le test T est significatif au niveau de la variation de (X-1, X) et (X-1, X+1) avec respectivement une signification bilatérale de 0.042 et 0.048.

### 2.5.5 L'endettement financier

**Tableau 8 : Évolution de la moyenne du ratio d'endettement financier après IPO**

	Année	Intervalle	Année	Intervalle	Année	Intervalle	Année	Intervalle	Année
DF/Tam	X-1	(X-1) à (X)	X	(X-1) à (X+1)	X+1	(X-1) à (X+2)	X+2	(X-1) à (X+3)	X+3
Nombre d'observation	32		-		-		-		-
Moyenne	21.06%		17.91%		19.84%		23.16%		23.47%
Test T		0.212		0.662		0.582		0.521	
Variation de moyenne		-14.95%		--5.79%		9.97%		11.44%	

Source : Auteurs

Comme nous l'avons déjà mentionné, l'IPO permet une levée de fonds à l'entreprise ce qui réduit le niveau des dettes des entreprises introduites quel que soit le marché de cotation. Pour ce qui est du cas Marocain, une baisse des moyennes du ratio d'endettement financier de plus de 14% est à signaler pour la première année de cotation. Suivant l'année de cotation X, le ratio connaît une augmentation de près de 10% chaque année.

## 2.6 Discussion des résultats

En comparaison aux travaux effectués sur les marchés européens (Sentis, 2001 ; Pagano et al, 1998 ; Coakley et al, 2004), asiatique (Cai et wei, 1997 ; Kutsuna et al, 2002 ; Wang, 2005) et américains (Jain et Kini, 1994 ; Mikkelson et al, 1997) la conclusion reste la même : Un déclin des performances économiques des entreprises post IPO.

À travers les différentes analyses effectuées, nous avons retenu quelques constats. Lors de l'introduction, les banques d'affaires préparent un document avec les caractéristiques de l'entreprise concernée et ses modalités d'introduction. Ce document contient : Une présentation de l'opération d'IPO (Objectifs, structure de l'offre, modalités de souscription, appréciation du prix...), une présentation de l'entreprise (Renseignements généraux, organigramme, renseignement sur le capital...), situation financière actuelle et prévisionnelle, perspectives...

Afin de prélever les données nécessaires pour notre analyse, la note d'information était l'un des principaux documents de référence. À travers notre analyse des notes d'informations, nous pouvons dire que les entreprises introduites à la BVC durant la période 2004-2013 ont recours à des jeux comptables légaux du plan comptable général marocain. Ce n'est qu'en 2012 que les organes de réglementation ont obligé les entreprises qui envisagent une introduction en bourse de présenter leurs états de synthèses en normes IFRS.

Les notes d'informations révèlent un deuxième inconvénient lors des introductions à la BVC : le choix du moment opportun de l'introduction. En effet, les entreprises introduites à la BVC dans la période 2004-2013 choisissent le moment où les chiffres sont au vert pour une période bien déterminée, le cas des entreprises du secteur immobilier le prouve.

Enfin le dilemme de l'agence, la part majoritaire de l'actionnariat des compagnies cotées à la BVC est détenue par un seul actionnaire, qu'il soit institutionnel ou particulier, la réglementation du marché marocain oblige les entreprises à libérer un flottant de 20% au minimum. De ce fait, des conflits d'intérêt naissent de la pression exercée par les actionnaires dirigeants après opération de vente de leurs parts des capitaux de l'entreprise concernée.

### **Conclusion**

Dans le présent travail, nous nous sommes intéressés aux performances économiques des entreprises introduites à la bourse de Casablanca sur la période 2004 - 2013. Notre objectif est d'analyser l'effet d'une introduction en bourse sur les indicateurs des performances économiques des entreprises inscrites à la cote Casablancaise sur la période 2004-2013.

En théorie, le benchmark réalisé sur les marchés américains, asiatiques et européens nous a permis de dégager un constat : le déclin des performances économiques des entreprises après introduction en bourse. En effet, malgré la différence des périodes, la taille des échantillons et des méthodes utilisées, le constat reste le même. Les études réalisées sur les différents marchés nous ont permis de relever un ensemble d'indicateurs de performances économiques. Parmi ces indicateurs, on trouve : la rentabilité économique, le taux de marge, le taux de rotation, l'endettement global et l'endettement financier. Sur le plan empirique, notre étude a montré que la performance économique des entreprises introduites sur la période 2004-2013 à la bourse des valeurs de Casablanca connaît une tendance baissière. Nos propositions pourront ainsi être résumées en l'obligation, pour les entreprises désireuses de s'introduire à la bourse, d'établir des états de synthèses selon les normes IFRS afin d'éviter les jeux comptables légaux à travers des 'accruals'. Ces normes permettent non seulement de divulguer une

image fidèle de l'entreprise mais aussi de supprimer les procédures coûteuses et inutiles engagées par les entreprises dans le cadre du PCGM.

La deuxième recommandation consiste à obliger les détenteurs des parts majoritaires (30% et plus) de libérer leurs actionnariats après l'IPO. Cette recommandation est exprimée par la constatation d'une part majoritaire chez les actionnaires dirigeants après IPO ce qui leur procure un niveau de contrôle significative mais nuit à l'entreprise introduite par des coûts d'agence.

Enfin, la planification de la période d'IPO dans une fenêtre d'opportunité de la part de l'organisme de conseil qui est généralement une banque d'affaires peut nuire à la performance économique des entreprises cotées à la BVC après l'IPO, d'autant plus que les organismes de conseil ont tendance à surévaluer l'entreprise candidate afin que les investisseurs puissent se baser sur des performances économiques anormalement élevées. Ces méthodes nécessitent la mise en place d'un business plan prévisionnel de 5 ans axé sur les objectifs de base de l'entreprise lors de son IPO tout en ajoutant une partie dédiée aux facteurs de risques possibles après l'opération. Toutes ces contraintes limitent le champ d'action d'un entrepreneur au niveau du marché boursier.

Lors de notre article, les limites constatées étaient la difficulté de calcul des indicateurs économiques en normes IFRS. Ainsi, l'analyse des états de synthèses en normes IFRS pourrait constituer une perspective de recherche afin de confirmer le constat du déclin des performances économiques des entreprises cotées à la bourse de Casablanca.

## **Bibliographie**

Barber B.M., Lyon J.D. (2003). Detecting abnormal operating performance : the empirical power and specification of test statistics. *Journal of Financial Economics*

Berle A et Means G, (1932), *The Modern Corporation and private property*, Macmillan 2ème édition

Brau. J, Couch, R et Sutton.N, (2020), *The Desire to Acquire: Evidence on New IPOs and the Long-Run Performance Puzzle*.

Cai. J et Wei J, (1997), *The investment and operating performance of Japanese initial offerings.. Pacific-Basin Finance Journal*, Tokyo

Coakley. J, Hadass. L et Wood A, (2004), *Post-IPO operating performance, venture capitalists and market timing*. Working Paper, University of Essex, Department of Accounting, Finance and Management

- Hefnaoui. A et Ben darkawi. Z, (2020), Les PME marocaines et les difficultés d'accès au financement externe, Revue Internationale du chercheur, Volume 1 : Numéro 4, pp : 686 – 708
- Hanbing. Z, Jarrett. J et Pan, X, (2019), The Post-IPO Performance in the PRC. International Journal of Business and Management.
- Jain B.A et Kini. O, (1995). Venture capitalist participation and the post-issue operating performance of IPO firms. Managerial and decision economics, London
- Jensen M.C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems .Journal of Finance
- 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, Pekin
- Kutsuna. K, Okamura. H et Cowling. M, (2002). Ownership structure pre and post-IPOs and the operating performance of JASDAQ companies. Pacific-Basin Finance Journal, Tokyo
- Leland. H et Pyle. D, (1977). Informational asymmetries. Financial structure and financial intermediation, London
- Lobato. F, García. C et Farinós. J. (2020). Ownership and Operating Performance of Spanish Family IPO Firms.
- Lorino. P . (1997). Méthodes et pratiques de la performance. Organisation, Paris
- Loughran T et Ritter J.R, (1995), The new issues puzzle. Journal of Finance, vol. 50
- Mikkelson W. H ,Partch M.M et Shah K. (1997). Ownership and operating performance of companies that go public . Journal of Financial Economics, New york
- Pagano M., Panetta F, Zingales L. (1998). Why do companies go public : an empirical analysis. Journal of Finance, Rome
- Rangan S. (1998). Earnings management and the performance of seasoned equity offerings.Journal of Accounting and Economics. vol. 50
- Sentis.P, (2001), Performances opérationnelles et boursières des sociétés introduites en bourse : le cas français 1991-1995. Edition Dalloz, Paris
- Sentis. P, (2004). Introduction en Bourse, une approche internationale. Economica, Paris
- Serve. S, (2007) .L'impact de l'admission à la cote sur les performances économiques des entreprises. Presse universitaire de Grenoble, Grenoble

Wang C. (2005). Ownership and operating performance of Chinese IPOs . Journal of Banking and Finance, Honkong

Zingales. L, (1995).Insider ownership and the decision to go public. The review of economic studies,

Rome Rapport d'activité de BMCI Bourse. 2017

Loi n°1-93-211. (1993).Casablanca

Loi n°34-96. (1997).Casablanca

Haut-commissariat au plan. (2010). Étude sur les délais de paiement des petites et moyennes entreprises marocaines. Rabat