

PERFORMANCE DES INTRODUCTIONS A LA BOURSE DE CASABLANCA: MISE A L'EPREUVE DU CADRE THEORIQUE

WHAT EXPLANATION TO THE PERFORMANCE OF NEW LISTED COMPANIES IN CASABLANCA STOCK EXCHANGE?

Lalla Fatima-Zohra ALAMI TALBI

f.talbi@um5s.net.ma

Centre Interdisciplinaire de Recherche en Performance et Compétitivité (CIRPEC)

Laboratoire de Recherche en Compétitivité Economique et Performance Managériale (LARCEPEM)

Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales, Rabat-Souissi
Université Mohammed V-Rabat-MAROC

Résumé:

A la sous-performance boursière enregistrée à court et long termes à la bourse de Casablanca est apportée un éclairage par les théories rationalistes et comportementales, dont le pouvoir explicatif est mis à l'épreuve. Ces théories sont formulées en hypothèses, puis opérationnalisées par le choix de variables adaptées à la microstructure de la bourse de Casablanca. Ce test montre qu'hormis les hypothèses relatives à la réaction des investisseurs et à l'asymétrie d'information, toutes les hypothèses théoriques sont validées, uniquement à long terme.

Mots clés: théories rationalistes et comportementales, performance boursière à court et long termes.

JEL: G10, G11, G12, G14, G15, G32

Abstract:

This paper aims to test the explanatory power of the rationalist and behavioral theories in the case of IPO underperformance revealed in short and long run in Casablanca stock exchange. The test results show that the theoretical hypotheses are valid only in long run with the exception of the initial investors' reaction, uncertainty and asymmetric information hypotheses.

Keywords: rationalist and behavioral theories, short and long run IPO performance

JEL: G10, G11, G12, G14, G15, G32

Introduction

L'évolution de la performance boursière du court et long termes trouve son explication dans des théories d'ordre rationaliste d'une part, à savoir la théorie d'incertitude et d'asymétrie d'information, la divergence d'opinions et le signal, et d'autre part, dans des théories d'ordre comportementale relatives à la réaction des investisseurs et aux conditions du marché. Ces explications ont montré leur mérite sur plusieurs marchés boursiers. Ainsi, qu'en est-il de la bourse de Casablanca? Sont-elles capables d'expliquer la sous-performance boursière enregistrée durant la période 2005-2011¹ qui a passé d'un chiffre à court terme (6 mois) à deux, voire trois chiffres à long terme (5 ans)? Il convient de préciser que la prise en compte de la sous-évaluation des titres à l'introduction (*underpricing*) fait ressortir une surperformance à court terme, qui se voit remplacer par la sous-performance après son élimination².

Afin de tester le pouvoir explicatif du corpus théorique de la performance boursière au cas de la bourse de Casablanca, il convient dans un premier temps, de présenter ces théories et les discuter à la lumière des résultats des études empiriques, puis les formuler dans un deuxième temps, en hypothèses de court et long termes, opérationnalisées ensuite par le choix des variables expliquée et explicatives. La variable expliquée découle du choix de la méthode événementielle et du benchmark qui approchent le mieux le rendement anormal sur les deux horizons de l'étude afin de pouvoir apprécier l'évolution. Les variables explicatives issues des hypothèses théoriques sont choisies après une analyse critique de celles adoptées par les principales études empiriques. Certaines variables sont transformées pour les adapter à la réalité de la bourse de Casablanca, améliorer leur pertinence ou éviter la colinéarité.

Le pouvoir explicatif des hypothèses retenues est édicté par le coefficient de corrélation dont le signe indique le sens de la relation et le t de student l'intensité et la robustesse. L'hypothèse est alors vérifiée en cas de conformité du signe constaté, significatif au seuil de 5%, à la théorie et infirmée dans le cas contraire.

1. Cadre théorique de la performance boursière

1.1 Investisseurs : Asymétrie d'information et divergence d'opinions

Le modèle de Rock(1986), basé sur *l'asymétrie d'information* entre investisseurs n'explique que l'état d'évaluation des titres à l'introduction, soit la performance boursière initiale, considérée une performance de court terme selon les adeptes de la théorie d'efficience. Ce modèle nous semble également à même d'apporter un éclairage à la performance du long

terme car, le retournement de tendance constaté dans le temps (surperformance du court terme et sous-performance du long terme) est la résultante du même facteur déclencheur.

En effet, l'absence d'un historique de transactions, à côté des informations limitées poussent les investisseurs à s'informer afin d'éclairer leurs décisions, d'où l'asymétrie d'information entre investisseurs. Ainsi, seuls les investisseurs informés participent massivement aux opérations d'introduction sous-évaluées, d'où le rationnement de la demande, et tirent profit de la surperformance qui s'ensuit. Les investisseurs dont la demande n'est pas satisfaite se portent acheteurs dès la cotation du titre, d'où l'augmentation du cours et la surperformance du titre à court terme. Cette ruée se voit renforcée par l'annonce d'informations confirmant l'information privée des investisseurs informés. A long terme, les investisseurs se rendent compte de la surestimation et révisent ainsi, leur évaluation à la baisse d'où la sous-performance. La surperformance du court terme se voit alors remplacer à long terme par la sous-performance.

Les offres surévaluées se caractérisent cependant, par la participation pesante des investisseurs non informés. Ils subissent alors, ce qu'il est convenu d'appeler « la malédiction du vainqueur » (Winner's curse), un faux gain, car ils sont servis de titres surévalués, c'est-à-dire chers. Ces titres peuvent enregistrer une performance positive, mais qui se voit vite remplacer par une sous-performance initiale une fois l'information sur la valeur devient disponible. Celles-ci se voit renforcer à long terme d'où la sous-performance du long terme. En effet, les investisseurs non informés, majoritaires à détenir le titre révisent leur évaluation à la baisse, provoquant ainsi une chute des cours. Les investisseurs non informés supportent en effet, un biais d'allocation des titres. L'émetteur selon Rock se voit dans l'obligation de sous-évaluer afin de compenser la sélection adverse subie par ces investisseurs, qui risquent de se soustraire du marché et compromettre ainsi, la réussite des opérations d'émissions ultérieures. La sous-évaluation est donc un coût imposé à l'entreprise par les investisseurs informés.³

Les études empiriques dont Loughran et Ritter (1995), Ljungqvist et Wilhelm(2002), Koh et Walter(1989), Keloharju(1993), Levis (1990), Michaely et Shaw (1994) valident le modèle de Rock sur les différents marchés étudiés. Néanmoins, le pouvoir explicatif de ce modèle n'a pas été testé à long terme.

L'asymétrie d'information se traduit selon Miller(1977) par une *divergence d'opinions* entre investisseurs optimistes considérant l'offre d'introduction prometteuse et participent massivement, au point d'être responsables de la sous-évaluation, alors que les investisseurs

pessimistes s'abstiennent. A l'introduction la divergence d'opinions entre investisseurs est à son apogée. Les restrictions de vente à court terme, à côté de la période de lock up⁴ limitent l'intervention des pessimistes, et contribuent à la persistance de la surperformance boursière à court terme. Le flux continu d'information, à côté de l'intervention des investisseurs pessimistes suite à la levée des restrictions de vente, permet aux investisseurs optimistes de revoir leur évaluation à la baisse, réduisant ainsi la divergence d'opinions et marquant le début de la sous-performance des titres introduits. La sous-performance est alors concomitante à la baisse de la divergence d'opinions.

Plusieurs études dont celles de Houge et al.(2001), Kooli et Suret(2001), Ritter et Welch (2002), Gao, Mao et Zhong(2002) arrivent à valider l'hypothèse de Miller.

1.2 Signaux de l'émetteur et ses partenaires

L'incertitude et l'asymétrie d'information qui caractérisent l'opération d'introduction en bourse limitent les chances de réussite de l'opération, notamment à cause des investisseurs majoritairement non informés dissuadés par les échecs cumulés. C'est dans ce contexte justement que l'entreprise émettrice et à l'aide de ses partenaires émet des signaux porteurs d'informations prouvant sa qualité.

Plusieurs signaux sont d'usage dont essentiellement, la sous-évaluation, l'association à un agent introducteur réputé, ainsi que la pratique détournée d'ajustement des résultats de l'introduction, dit « window dressing ». Le signal confirmé par le marché se traduit par des performances croissantes et un renforcement de la confiance des investisseurs, alors que le signal fallacieux, infirmé par le marché est synonyme de contreperformance et de perte de confiance, ce qui n'est pas sans conséquences sur la réussite des opérations futures d'appels de fonds.

La sous-évaluation est un signal difficile à imiter par les mauvaises entreprises selon Allen et Faulhaber (1989). Seules les bonnes entreprises peuvent récupérer le manque à gagner relatif au montant levé, dit « argent laissé sur table ». Il correspond selon l'étude de Loughran et Ritter (2002) au résultat d'exploitation de plusieurs années d'exercice. La sous-évaluation permet de laisser selon Ibbotson (1975) de bons souvenirs pour les investisseurs afin de les fidéliser et garantir ainsi, la réussite des opérations futures. Cet argument est connu sous la fameuse expression "leave a good taste in investor's mouth" .

Les études de Loughran et Ritter(2002); Ibbotson(1975); Welch(1989); Faugeron-Crouzet et Ginglinger(2001) ont confirmé la valeur informationnelle de la sous-évaluation à court

terme, contrairement à l'étude de Michaely et Shaw(1994). Ces études n'ont pas testé l'hypothèse d'Allen et Faulhaber à long terme. Ainsi, la sous-évaluation telle que avérée, signal de la qualité de l'entreprise, est responsable de la surperformance du court terme, serait-elle par analogie également responsable de la surperformance du long terme ou éventuellement d'une sous-performance moindre par rapport aux entreprises surévaluées à l'introduction?

L'association à un agent introducteur réputé est un gage de la qualité de l'entreprise selon Carter et Manaster (1990), ainsi que Michaely et Shaw(1994). L'agent introducteur soucieux de préserver sa renommée ne peut accepter d'introduire en bourse que les entreprises de qualité. Ce signal réduit l'incertitude des investisseurs et les rassurent quant à la qualité de l'offre. Michaely et Shaw(1994) montrent que l'association à un agent introducteur réputé se traduit par une sous-évaluation faible, une surperformance boursière à court terme, et une sous-performance moindre à long terme par rapport aux entreprises associées à des banques de réputation inférieure.

A côté de ces études confirmant l'hypothèse du lien de l'évolution de la performance boursière à court et long termes (Chemmanur et Fulghieri (1993), Carter, Dark et Singh(1998)) et la réputation de l'agent introducteur, certaines études telles Holland et Horton (1993), Willenborg (1999) ne trouvent pas d'effet significatif. Il semble que cette discordance de résultats est due en grande partie à la difficulté de mesurer la réputation de l'agent introducteur.

Pour renforcer les chances de réussite de l'opération d'introduction en bourse, certaines entreprises recourent à la pratique de *l'habillage des comptes*, dite « *window dressing* », en surestimant artificiellement leurs performances opérationnelles. Cette pratique pousse les investisseurs à tenir un comportement excessivement optimiste, responsable de la surperformance boursière du court terme et de la maximisation des fonds levés lors de l'introduction. A long terme, l'entreprise se voit incapable de maintenir le même rythme de croissance de ses résultats. Les investisseurs se rendent alors compte qu'ils étaient piégés par un signal fallacieux et revoient en conséquence, leur évaluation à la baisse, d'où la sous-performance relevée à long terme. Teoh, Welch et Wong (1998) considèrent la stratégie du « *window dressing* » un jeu à somme nulle.

L'hypothèse du « *window dressing* » explicative de la surperformance du court terme et la sous-performance du long terme rapporte la concordance de la majorité des travaux dont ceux

de Jain et Kini (1994); Mikkelson, Partch et Shah(1997); Pagano *et al.*(1988); Chun et Smith (2000).

Les théories rationalistes de l'asymétrie d'information, la divergence d'opinions et du signal apportent un éclairage avéré à la surperformance du court terme et à la sous-performance du long terme. Ainsi, qu'en est-il de l'apport de la théorie comportementale, considérant l'investisseur à rationalité limitée ?

1.3 Réaction des investisseurs

Les études de la finance comportementale expliquent la surperformance boursière enregistrée à court terme par la sous-réaction des investisseurs, et la sous-performance du long terme par la sur-réaction. Jegadeesh et Titman(1993) identifient la sous-réaction du marché par l'effet momentum ou continuité de tendance à court terme, que De bondt et Thaler(1987) expliquent par le sous-optimisme des investisseurs et Bernard et Thomas(1989) par l'absence d'effet de surprise, soit une information contradictoire à l'initiale.

A contrario, la sur-réaction s'explique selon De bondt et Thaler(1987) par le sur-optimisme des investisseurs, que Bernard et Thomas l'incombent à l'effet de surprise. Les modèles comportementaux expliquent la réaction des investisseurs par des biais de jugements (modèle de BSV), psychologiques (modèle de DHS), à côté de l'asymétrie d'information (modèle de HS) et la divergence de rationalité (modèle de DSSW).

Le modèle de BSV explique la sous-réaction des investisseurs par le biais d'ancrage ou de conservatisme, responsable du retard d'ajustement et de révision des estimations et croyances antérieures, et justifie la sur-réaction par le biais de sous-représentativité, soit l'importance démesurée qu'accordent les investisseurs aux informations récentes.

Le modèle de DHS explique la sur-réaction des investisseurs par l'absence d'effet de surprise, ce qui renforce l'excès de confiance en l'information privée et l'auto-attribution des succès des affaires. Ces deux biais se nourrissent et se renforcent les uns des autres. A contrario, l'effet de surprise est responsable de la sur-réaction des investisseurs.

Le modèle de DSSW explique la réaction du marché par l'anticipation des investisseurs rationnels, dits "sophistiqués", la réaction imprévisible des investisseurs non rationnels (Noise traders), ce qui ne manque pas de déstabiliser le marché et dévier le cours de sa valeur fondamentale.

Le modèle de HS considère que les investisseurs informés sous-réagissent à l'information publique, alors que les investisseurs suiveurs profitent de l'effet momentum qui s'ensuit,

faisant ainsi augmenter les cours et provoquer un retournement de tendance, soit une sur-réaction à long terme.

Contrairement aux modèles BSV et HS, les modèles DHS et DSSW se distinguent par une sur-réaction initiale et s'accordent par ailleurs, sur l'effet de retournement de tendance. Les études empiriques menées sur ces modèles, attestent de la validité de leur pouvoir explicatif.

A côté des explications avancées, la réaction des investisseurs semble également tributaire des conditions du marché haussier ou baissier.

1.4 Conditions du marché

L'état du marché haussier ou baissier influence sensiblement l'évolution de la performance boursière à court et long termes selon l'étude d'Ibbotson et Jaffe(1975) et celle de Ritter(1984). Il interagit de surcroît, avec l'état d'esprit des investisseurs. L'optimisme démesuré des investisseurs est source d'avènement de bulle spéculative, entretenu par le rôle de l'agent introducteur qui abaisse les coûts d'accès au marché financier et regroupe l'introduction d'entreprises de caractéristiques similaires. L'asymétrie d'informations ainsi réduite, encourage les entreprises à s'introduire en bourse, afin de profiter de ces conditions favorables et nourrir, par conséquent, le sentiment euphorique des investisseurs. L'émission des titres dans un marché euphorique (Fad) serait alors, responsable de la surperformance des titres à court terme. A long terme, l'annonce d'informations fortement paradoxales aux précédentes pousse les investisseurs à revoir leur évaluation à la baisse mettant ainsi, fin à l'état réceptif du marché et à l'optimisme démesuré des investisseurs, d'où le début de la sous-performance boursière et du retournement de tendance.

L'hypothèse de l'impact des conditions du marché sur les performances des titres introduits à court et long termes est validée par Aggarwal et Rivoli(1990);Degeorge et Derrien(2001) et ne l'est pas pour Loughran et Ritter(1995) ; Jung, Kim et Stulz(1996) et celle de Kang, Kim et Stulz(1999).

2. Hypothèses à tester

Tableau 1: Hypothèses à tester

Théories	Hypothèses à tester		Signe attendu
Incertitude et asymétrie d'information entre investisseurs	H. 1.1	L'incertitude et l'asymétrie d'information influencent positivement l'évolution de la performance boursière du court terme.	+
	H. 1.2	L'incertitude et l'asymétrie d'information influencent négativement l'évolution de la performance boursière du long terme.	-
La divergence d'opinions des investisseurs	H. 2.1	La divergence d'opinions des investisseurs lors de l'introduction en bourse est corrélée positivement à la performance boursière du court terme.	+
	H. 2.2	La divergence d'opinions des investisseurs lors de l'introduction en bourse est corrélée négativement à la performance boursière du long terme.	-
La sous-évaluation : un signal de la qualité de l'entreprise	H. 3.1.1	La sous-évaluation, signal effectif de la qualité de l'entreprise, est responsable de la surperformance boursière du court terme.	+
	H. 3.1.2	La sous-évaluation, signal effectif de la qualité de l'entreprise, est corrélée négativement à la sous-performance boursière du long terme.	-
La réputation de l'agent introducteur : un signal de la qualité de l'entreprise	H. 3.2.1	La réputation de l'agent introducteur explique la surperformance boursière du court terme.	+
	H. 3.2.2	La réputation de l'agent introducteur explique la sous-performance boursière du long terme.	-
Le « window dressing »: un signal fallacieux de la qualité de l'entreprise	H. 3.3.1	Le « window dressing », signal fallacieux de la qualité de l'entreprise, est responsable de la surperformance boursière du court terme.	+
	H. 3.3.2	Le « window dressing », signal fallacieux de la qualité de l'entreprise, est corrélé positivement à la sous-performance boursière du long terme.	+
La réaction des investisseurs	H. 4.1	La réaction des investisseurs lors de l'introduction en bourse est corrélée positivement à la surperformance boursière du court terme.	+
	H. 4.2	La réaction des investisseurs lors de l'introduction en bourse est corrélée négativement à la sous-performance boursière du long terme.	-
Les conditions du marché	H. 5.1	L'état du marché de l'introduction en bourse est corrélé positivement à la surperformance boursière du court terme.	+
	H. 5.2	L'état du marché de l'introduction en bourse est corrélé négativement à la sous-performance boursière du long terme.	-

Source : établi par nos soins

3. Méthodologie

3.1 Population étudiée:

La population étudiée porte sur les entreprises introduites à la bourse de Casablanca sur la période 2005-2011 ne faisant pas objet de fusion ni de radiation, de double cotation ou d'appartenance aux secteurs financiers (assurances, banques et sociétés de financement). Ainsi, sont retenues vingt-neuf entreprises.

Sur l'ensemble des entreprises de la place introduites 5ans avant l'année 2005, vingt-cinq entreprises obéissent aux mêmes critères de sélection que les entreprises étudiées et forment ainsi la population benchmarks.

3.2 Variables à expliquer

Afin de vérifier le pouvoir explicatif des hypothèses théoriques de la performance boursière à court et long termes, il convient d'adopter, sur les deux horizons, la même méthodologie d'évaluation de la performance boursière, en termes de calcul des rendements mensuels, de méthode événementielle d'estimation de la performance boursière, et du choix des benchmarks.

3.2.1. Estimation des rendements mensuels:

Il convient d'estimer les rendements mensuels sans sous-évaluation à l'instar des principales études empiriques pour éviter qu'elle ne dissimule la performance réelle du titre. Les rendements sont alors appréciés, après la période de sous-évaluation, à compter du 31ème jour de cotation telle que révélée par une étude antérieure⁵.

3.2.2. Portefeuille Benchmark et Méthode d'évaluation de la performance boursière:

Le choix de la méthode d'évaluation de la performance boursière dépend de laquelle des méthodes événementielles (CAR ou BHAR) et du benchmark (indice du marché, portefeuille d'entreprises comparables selon le critère de la taille, ou le croisement de la taille et le BTM) approchent le mieux le rendement anormal (AR) sans sous-évaluation à court et long termes à travers les régressions simples suivantes:

$$\underline{\underline{AR_{(i,t)} = \alpha CAR_{(i,t)} + \varepsilon_{(i,t)}}}$$

$$\underline{\underline{\text{et } AR_{(i,t)} = \beta BHAR_{(i,t)} + \varepsilon_{(i,t)}}}$$

avec :

$$\underline{\underline{AR_{(i,t)} = \frac{C_{t(i)} - C_{31j(i)}}{C_{31j(i)}} - \frac{C_{t(b)} - C_{31j(b)}}{C_{31j(b)}}}}$$

$AR_{(i,t)}$: Rendement anormal du titre i sur t mois (6 et 60)

$C_{t(i)}$: Cours du titre i au dernier jour du mois t (6 et 60)

$C_{31j(i)}$: Cours du titre i au 31^{ème} jour de cotation, soit le premier cours après la fin de la période de sous-évaluation

$C_{t(b)}$: Cours du benchmark (indice du marché, portefeuille d'entreprises comparables par la taille et le croisement de la taille et le BTM) du dernier jour du mois t (6 et 60)

$i_{(b)}$: Cours du benchmark correspondant au 31^{ème} jour de cotation du titre i

$CAR_{(i,t)}$: Rendement anormal du titre i au mois t par la méthode des rendements anormaux cumulés

$BHAR_{(i,t)}$: Rendement anormal du titre i au mois t par la méthode achat-conservation

Sont alors adoptés la méthode CAR et le benchmark taille car présentant sur les deux périodes le coefficient de détermination ajusté (R2a) le plus élevé.

3.3 Choix des variables explicatives

Les variables issues des hypothèses théoriques sont choisies sur la base d'une analyse critique des variables adoptées par les principales études empiriques. Certains ajustements s'imposent par ailleurs, pour gagner en pertinence et respecter les contraintes économétriques, relatives à la colinéarité, auxquelles la population étudiée de taille réduite est particulièrement sensible.

3.3.1. Variables d'incertitude et d'asymétrie d'information:

L'incertitude et l'asymétrie d'information qui s'ensuit, ne pouvant se mesurer directement, sont approchées par plusieurs proxy. Ceux retenus sont :

- **la taille de l'émission**, approchée par le montant levé à l'instar de l'étude de Beatty et Ritter(1986) représente le premier contact de l'investisseur avec l'entreprise et semble à cet effet le proxy le plus pertinent, à comparer avec la taille de l'entreprise et capitalisation boursière.
- **et l'âge de l'entreprise rapporté à l'âge médian de son secteur** donne plus de pertinence à ce proxy au lieu du proxy âge proposé par une grande partie des études empiriques. En effet, l'âge de l'entreprise n'a pas de signification dans l'absolue, sans la dimension comparative. Il diffère essentiellement, selon le secteur d'activité. Les entreprises qui opèrent dans les nouvelles technologies, les start up, se distinguent par un âge largement inférieur à celles qui exercent dans l'immobilier, les bâtiments et matériaux de construction ou dans l'industrie chimique, par exemple. Le proxy proposé contient les informations du secteur ce qui permet d'éviter l'ajout du proxy secteur et diminue ainsi la colinéarité.

3.3.2. Variable de divergence d'opinions:

La divergence d'opinions des investisseurs sera appréciée selon l'approche de Gao, Mao et Zhong(2002) par l'écart type des rendements journaliers des 30 premiers jours de cotation. Cette mesure renseigne également sur le risque ex-ante.

Le proxy fourchette de cotation (bid ask spread) proposé par Hough, Loughran, Suchanek et Yan n'est pas faisable en l'absence de disponibilité du carnet des ordres (book building).

3.3.3. Variables du signal:

Les entreprises nouvellement cotées signalent leur qualité essentiellement, par la sous-évaluation des titres introduits, l'association à un agent introducteur réputé et le window dressing.

3.3.3.1. Etat d'évaluation

La sous-évaluation est appréciée par la différence entre le prix d'équilibre de l'introduction révélé au 30^{ème} jour de cotation selon une étude antérieure sur la même population étudiée⁶ et le prix de souscription rapporté à ce dernier.

3.3.3.2. Réputation de l'agent introducteur

Les études empiriques approchent la réputation de l'agent introducteur (chef de file) principalement par les proxy suivants: la proportion de titres à commercialiser, le logarithme népérien du montant levé des entreprises accompagnées, le nombre d'entreprises accompagnées par agent introducteur et la taille de l'agent introducteur, estimée par le capital social selon Michally et Shaw. Il nous semble que le proxy proposé par Megginson et Weiss(1991) selon lequel l'agent introducteur chef de file est réputé si le montant moyen levé par les entreprises accompagnées en bourse est supérieur ou égal à la médiane de la période étudiée, est le plus pertinent car basé sur la part du marché de l'agent introducteur et la taille de l'émission. Contrairement aux auteurs, ce proxy est adopté en variable continue et non pas binaire afin d'opérer un classement détaillé des agents introducteurs réputés et non réputés. Seront considérés réputés les agents introducteurs dont le ratio est supérieur à 1 et non réputés ceux dont le ratio est inférieur à 1.

3.3.3.3. Window dressing :

Le window dressing sera alors, approché selon la méthodologie de Desbrières et Schatt(2012) par l'écart entre la performance opérationnelle de l'année précédant l'introduction de l'entreprise et la performance médiane de son secteur d'activité à l'aide de la rentabilité financière. En cas de données sectorielles manquantes, il est proposé d'opter pour la performance opérationnelle médiane des entreprises de taille comparable. La rentabilité financière semble approcher le mieux la performance opérationnelle de l'entreprise car elle renseigne sur la rentabilité globale de l'entreprise et sur la qualité de ses politiques managériales. Elle évalue, de surcroît, la rentabilité des capitaux engagés par les actionnaires.

3.3.4. Variable de la réaction des investisseurs:

La réaction du marché sera appréciée par la différence entre le cours d'introduction et le cours d'équilibre rapporté au prix de souscription tel que proposé par Ma et Tsai(2001). Le proxy *sentiment des investisseurs* approché par Rajan et Servaes(2002), Loughran et Ritter(2002) par le niveau de valorisation des entreprises étudiées par rapport à leurs homologues du même secteur d'activité est écarté, car le proxy de Ma et Tsai apprécie de manière directe la réaction des investisseurs lors de l'introduction en bourse.

3.3.5. Variables des conditions du marché:

Il semble intéressant d'approcher les conditions du marché d'avant et d'après l'introduction en bourse, afin de vérifier lesquels influencent le plus la performance boursière. Il en est de même que leurs manifestations, en termes de volume d'introductions en bourse et de sursouscription.

3.3.5.1. Etat du marché d'avant l'introduction en bourse:

Elle est appréciée par le rendement du marché de 15 jours à un mois avant la date d'introduction en bourse. Il semble plus pertinent d'adopter le proxy de DeGeorge et Derrien(2001), soit la moyenne pondérée des rendements journaliers de l'indice du marché 3 mois avant l'émission et de l'adapter sur la période qui sépare la date du visa de l'Autorité Marocaine des Marchés de Capitaux et la date effective de l'introduction, soit 2 mois. Un poids supérieur est octroyé à la performance du mois précédant l'émission, supposé avoir une plus grande influence sur le comportement des titres émis, soit: $(1RM_{t-2} + 2RM_{t-1})/3$. L'état du marché est jugé par le signe de l'écart entre ce proxy et la médiane de l'année. Ainsi, l'écart positif renseigne sur un marché haussier et le négatif sur un marché baissier.

3.3.5.2. Etat du marché d'après l'introduction en bourse:

L'état du marché post introduction sera estimé selon l'approche d'Ibbotson, en variable continue par le rendement anormal moyen du premier mois de cotation comparé à la médiane mensuelle du secteur. Ainsi, le marché est haussier si le rendement anormal dépasse le rendement médian et baissier dans le cas contraire.

✓ Volume des introductions en bourse:

Le volume des introductions en bourse sera apprécié par 2 proxy:

- *la sursouscription* des titres à l'introduction que Rock considère un indicateur de la participation massive des investisseurs informés.

- *la variation du volume mensuel des introductions en bourse* (soit la différence entre le nombre d'introductions du mois t et $t-1$ rapporté au nombre d'introductions à la fin du mois $t-1$).

Les hypothèses ainsi opérationnalisées par les variables métriques retenues seront testées à court et long termes afin de vérifier leur pouvoir explicatif au cas des entreprises nouvellement introduites à la bourse de Casablanca sur la période 2005-2011.

4. Résultats

Le pouvoir explicatif des hypothèses retenues est décidé par le coefficient de corrélation dont le signe indique le sens de la relation et le t de student l'intensité et la robustesse. L'hypothèse est vérifiée si le signe du coefficient, significatif au seuil de 5%, est conforme à celui prescrit, et infirmée dans le cas contraire.

4.1 hypothèse d'incertitude et d'asymétrie d'information:

L'hypothèse d'asymétrie d'information est opérationnalisée par 2 proxy la taille de l'émission et l'âge de l'entreprise rapporté à son secteur d'activité. L'importance de ces proxy rassure les investisseurs et indique une faible incertitude et asymétrie d'information, corollaire de la surperformance boursière à court terme et une faible sous-performance à long terme. Le coefficient de corrélation montre que la taille de l'émission a tendance à évoluer dans le même sens que la performance boursière du court terme, alors que l'âge de l'entreprise est sans lien significatif.

A long terme, on enregistre l'absence de lien significatif entre les deux proxy et la performance boursière. La régression multiple des 2 proxy présente des coefficients bêtas négatifs, ce qui est contraire au principe de la théorie d'incertitude et d'asymétrie d'information développé par Rock et les résultats des études menées, entre autres, par Beatty, Ritter et Loughran.

On conclut que l'hypothèse d'incertitude et d'asymétrie d'information approchée par l'âge et la taille de l'émission est confirmée à court terme uniquement pour le proxy taille, alors qu'elle ne l'est pas à long terme.

4.2 hypothèse de la divergence d'opinions:

A court terme, la corrélation entre la performance boursière et la divergence d'opinions présente un signe négatif au seuil de 5%, contraire à celui prévu par la théorie.

A long terme, le lien négatif est vérifié au seuil de 10%. Cette variable explique à elle seule 54,7% de l'évolution de la performance du long terme. Ainsi, la dégradation de la

performance boursière serait d'autant plus importante à long terme (de -16,324%) si les opinions des investisseurs divergent (de 1%) à l'introduction en bourse.

L'hypothèse de la divergence d'opinions des investisseurs est donc infirmée à court terme et confirmée à long terme.

4.3 Hypothèse du signal de la qualité de l'entreprise émettrice:

L'étude descriptive montre que les entreprises nouvellement inscrites à la cote de Casablanca signalent leur qualité au marché, à raison de 84% par la sous-évaluation et la pratique du « window dressing », et 47% par l'association à un agent introducteur réputé. Les coefficients de corrélation de ces signaux montre qu'ils sont statistiquement non significatifs à court terme. L'hypothèse du signal est par conséquent, infirmée à court terme.

A long terme, bien que les coefficients de corrélation ne soient pas significatifs, la réputation de l'agent introducteur explique à elle seule 31,6% de l'évolution de la performance boursière et révèle de surcroît, un impact négatif sur la performance boursière du long terme. Cet impact est plus pesant pour les entreprises associées à des agents non réputés, avec un coefficient bêta significatif de (-1,070), contre un bêta de (-0,168) pour les entreprises accompagnées par des agents réputés. L'hypothèse de la réputation de l'agent introducteur est donc confirmée à long terme.

La sous-évaluation explique à elle seule 22% de l'évolution de la performance boursière du long terme. L'augmentation de la sous-évaluation d'un point entraîne la baisse de la performance boursière de (-0,756%). L'étude descriptive montre que la sous-performance est plus prononcée pour les entreprises surévaluées. La surévaluation de l'introduction en bourse explique à elle seule 98,3% de l'évolution de la performance boursière de ces entreprises et présente un coefficient de corrélation significatif de (-0,996) et un bêta de (-2,822). Une augmentation de la surévaluation de 1% se traduirait alors, par une sous-performance de 2,822%. Cependant, une augmentation de la sous-évaluation serait corollaire d'une contreperformance de 0,756%. La sous-évaluation semble un signal effectif de la qualité de l'entreprise, eu égard à l'impact limité de la sous-performance à long terme.

Le window dressing semble responsable à lui seul de 14,2% de la sous-performance enregistrée à long terme. L'ajustement des résultats opérationnels de 1% par rapport à la médiane du secteur semble se traduire par une contreperformance de 2,257%. Par ailleurs, on ne peut se prononcer sur l'effet de l'absence du window dressing sur la performance boursière car statistiquement non significatif. L'hypothèse du window dressing semble alors vérifiée à

long terme. En somme, l'hypothèse du signal est confirmée à long terme et infirmée à court terme.

4.4 Hypothèse de la réaction des investisseurs:

La réaction des investisseurs ne montre pas de lien significatif avec la performance boursière du court et long termes.

4.5 Hypothèse des conditions du marché:

A court terme, la performance boursière n'est corrélée significativement qu'avec l'état du marché d'avant l'introduction en bourse, cependant avec un signe (-0,584) contraire à la théorie. L'hypothèse des conditions du marché est alors infirmée à court terme.

A long terme, la performance boursière est corrélée négativement au volume des introductions (-0,470) et à l'état du marché d'avant l'introduction en bourse (-0,510). La sursouscription et l'état du marché d'après l'introduction en bourse ne sont pas significativement corrélés à la performance boursière. La régression multiple montre que l'état du marché d'avant l'introduction en bourse (avec un bêta de (-11,726)) influence le plus l'évolution de la performance boursière du long terme, suivi dans une moindre mesure du volume des introductions en bourse (1,021), puis de la sursouscription (-0,241), et enfin, et de manière négligeable de l'état du marché après l'introduction (-0,009).

Il en ressort que l'hypothèse des conditions du marché est rejetée à court terme et confirmée à long terme.

Conclusion

Ce papier a pour objet de tester au cas de la bourse de Casablanca le pouvoir explicatif des théories de la performance boursière à court et long termes. Il s'agit de la théorie d'incertitude et d'asymétrie d'information, de la divergence d'opinions, de la réaction des investisseurs, des conditions du marché et du signal par la sous-évaluation, l'association à un agent introducteur réputé et enfin, par le "window dressing", ajustement fallacieux de la performance opérationnelle lors de l'introduction en bourse.

A cet égard, est choisie la méthodologie d'évaluation de la performance boursière qui approche le mieux le rendement anormal sur les deux horizons, soit la méthode des rendements anormaux cumulés (CAR) et le benchmark taille. Les hypothèses théoriques sont opérationnalisées sur la base d'une analyse des variables adoptées par les principales études empiriques. Certaines variables sont modifiées pour les adapter au mieux aux spécificités de la bourse de Casablanca.

Le pouvoir explicatif des hypothèses théoriques est vérifié si le signe du coefficient de corrélation, significatif au seuil de 5%, est conforme à celui prescrit, et infirmée dans le cas contraire.

Il ressort que toutes les hypothèses théoriques sont infirmées à court terme, alors que sont confirmées à long terme celles relatives à la divergence d'opinions, au signal par la sous-évaluation, la réputation de l'agent introducteur et le window dressing, de même que les conditions du marché. Ainsi sont infirmées les hypothèses inhérentes à l'incertitude et l'asymétrie d'information, ainsi que la réaction des investisseurs.

NOTES

¹ Voir ALAMI TALBI L.F-Z., «Introductions a la bourse de casablanca: quelles performances? », Revue du Contrôle de la Comptabilité et de l'Audit, Numéro 5, Mars 2018, pp-49-66.

² Idem

³ CHEMMANUR T.J., « The Pricing of Initial Public Offering: A Dynamic model with information production », *The Journal of Finance*, Vol. XLV VIII, N°1, March 1993, p.286.

⁴ Lock up est une « Disposition restreignant temporairement les facultés de cession des titres d'une société introduite en bourse qui sont détenus par les investisseurs financiers » <http://capitalfinance.lesechos.fr/lexique/> [Il dure en général de 3 à 9 mois selon la réglementation de chaque marché] Glossaire du Vernimmen.

Au Maroc, l'article 14 de la loi 1-93-211 relative à la Bourse des Valeurs stipule que le lock up n'est prévue que pour les entreprises qui logent au troisième compartiment pour une période de 3 ans. Ainsi, les actionnaires détenant conjointement la majorité du capital social de l'entreprise au moment de son introduction en bourse, doivent s'engager à conserver ladite majorité durant la période du lock up à compter de la date de la première cotation.

⁵ ALAMI TALBI L.F-Z., « Les entreprises introduites en bourse sont-elles correctement évaluées ? », *Revue Banque & Stratégie*, N°294, Juillet-Août, 2011, pp. 35-37.

⁶ Voir ALAMI TALBI L.F-Z., *op.cit.*, 2018.

Bibliographie

- ALAMI TALBI L.F-Z., « Les entreprises introduites en bourse sont-elles correctement évaluées ? », *Revue Banque & Stratégie*, N°294, Juillet-Août, 2011, pp. 35-37.
- ALLEN F., FAULHABER G-R., « Signaling by underpricing in the IPO Market », *Journal of Financial Economics*, N°23, 1989, pp.303-323.
- BARBERIS N., SHLEIFER A. et VISHNY R., « A model of investor sentiment », *Journal of Financial Economics*, N°49, 1998, pp.307-343.
- BEATTY RP., RITTER J.R., « Investment banking reputation and the underpricing of Initial Public Offerings», *Journal of Financial Economics*, N°15, 1986, pp.213-232.
- BENVENISTE LM., LJUNGQVIST A., WILHELM WJ., JR., et YU X., « Evidence of Information Spillovers in the Production of Investment Banking Services », *The Journal Of Finance*, N°2, 2003, pp. 577-626.
- CARTER R., DARK F.H., et SINGH A.K., « Underwriter Reputation, Initial Returns, and the Long-Run Performance of IPO Stocks», *The Journal of Finance*, Vol. 53, N° 1, February 1998, pp. 285-311.
- CHEMMANUR T.J., « The Pricing of Initial Public Offering: A Dynamic model with information production », *Journal of Finance*, Vol. XLV VIII, N°1, March 1993, pp.285-304.
- HOUGE T., LOUGHRAN T., SUCHANEK G., et YAN X., « Divergence of Opinion, Uncertainty, and the Quality of Initial Public Offerings », *Financial Management*, Winter, 2001, pp. 5-23.
- IBBOTSON RG., JAFFE JF., « Hot issue market », *The Journal of Finance*, Vol. XXX, N°4, September, 1975, pp. 1027-1042.
- MA T., TSAI PR., « Are initial return and IPO discount the same thing? A comparison of direct public offerings and underwritten IPOs», Working Paper, National Sun Yatsen University, 2001, pp. 1-21.
- MICHAELY R., SHAW WH., « The Pricing of Initial Public Offerings: Tests of Adverse Selection and Signaling Theories », *The Review of Financial Studies*, Vol. 7, N°2, 1994, pp. 279-319.
- MILLER E.M., « Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion», *The Journal of Finance*, Vol. 32, N°4, September 1977, pp. 1151-1168
- ROCK K., « Why new issues are underpriced? », *Journal of Financial Economics*, N°15, 1986, pp.187-212.