

**L'IMPACT DE LA COMMUNICATION FINANCIÈRE DIGITALE SUR
LA LIQUIDITÉ DES TITRES - CAS DES SOCIÉTÉS COTÉES EN
BOURSE AU MAROC-**

**THE IMPACT OF FINANCIAL DIGITAL COMMUNICATION ON THE
LIQUIDITY OF STOCK EXCHANGE- CASE OF MOROCCO**

Pr Nada SOUDI

Professeure en Sciences de Gestion à l'ISCAE

Pr. Miloud GUERMATHA

Professeur en sciences de Gestion à TBS

Date de soumission : 12/08/2019

Date d'acceptation : 18/09/2019

Pour citer cet article :

SOUDI N. & GUERMATHA M. (2019), « L'impact de la communication financière digitale sur la liquidité des titres - cas des sociétés cotées en bourse au Maroc- », Revue du contrôle, de la comptabilité et de l'audit « Numéro 10 : Septembre 2019 / Volume 4 : numéro 2 » p : 661 - 679

Résumé :

Le digital a révolutionné le monde, et la finance n'est pas en reste. L'inclusion d'internet dans la diffusion d'informations financières a été faite au milieu des années 90, et a suivi l'évolution fulgurante des NTIC. Plusieurs travaux ont étudié l'émergence de la communication financière dans les sociétés (Cehkkar R. 2007), les mécanismes de gouvernance d'entreprise et la publication volontaire des résultats (Lakhal F. 2006), l'efficacité des démarches volontaires des entreprises pour diffuser des valeurs nouvelles (Blanc Jérôme 2005), et le rôle de l'audit externe dans la transparence de la communication financière (M. Aouina, et al., 2019).

Le but de ce travail est de mesurer l'impact de la communication financière sur les cours d'actions dans le marché boursier Marocain, en utilisant la méthode d'étude d'événement et des rendements anormaux. La problématique est la suivante : Existe-t-il une corrélation entre la communication financière et la liquidité des titres boursiers ?

Mots Clefs : Communication financière ; digital ; Maroc ; liquidités des titres ; bourse.

Abstract :

Digital has revolutionized the world, finance field included. The inclusion of the Internet in the dissemination of financial information was made in the mid-1990s, and followed the quick evolution of ICTs. Several studies have studied the emergence of financial communication in companies (Cehkkar R. 2007), the mechanisms of corporate governance and the voluntary publication of results (Lakhal F. 2006), the effectiveness of voluntary approaches by companies to disseminate new values (Blanc Jérôme 2005), and the role of external audit in the transparency of financial communication (Mr Aouina, et al., 2019).

The purpose of this work is to measure the impact of financial communication on stock exchange liquidity in Moroccan market, using the impact of financial communication and abnormal cash flows. The question is as following: Is there a correlation between financial communication and the liquidity of stock exchange?

KEYWORDS: Financial communication ; digital; Morocco ; liquidity; stock Exchange.

INTRODUCTION

Le digital a révolutionné le monde, tout a changé y compris les comportements humains. D'après Internet World Stats, le nombre d'internautes dans le monde est passé de 3,7 milliards d'internautes en 2016 à 4,05 milliards d'internautes en 2017, ce qui représente approximativement la moitié de la population mondiale. En Afrique, le taux de pénétration est de l'ordre de 29%, contre 88% en Amérique du Nord, 84% en Europe et 33% en Asie du Sud. Ces statistiques montrent l'intérêt grandissant que revêt l'outil internet, et le monde de la finance n'est pas en reste.

L'inclusion d'internet dans la diffusion d'informations financières a été faite au milieu des années 90, et a suivi l'évolution fulgurante des Nouvelles Technologies de l'Information et de la Communication. Plusieurs travaux ont étudié l'émergence de la communication financière dans les sociétés (**Cehkkar R. 2007**), et les mécanismes de gouvernement d'entreprise et la publication volontaire des résultats (**Lakhal F. 2006**), l'efficacité des démarches volontaires des entreprises pour diffuser des valeurs nouvelles (**Blanc Jérôme 2005**), et le rôle de l'audit externe dans la transparence de la communication financière (**M. Aouina, et al., 2019**).

Don Tapscott (2014), auteur de « The digital Economy » et « Growing Up Digital », a démontré que l'information ne sera plus diffusée mais choisie par l'internaute. Les informations que les bailleurs de fonds tendent de mousser, disparaîtront et seront remplacées d'une part par des pignes concurrentielles et d'une autre part, par une relation de valeur avec l'individu via l'outil numérique. Nicolas Riou (2016), dans son livre « Le consommateur digital: Les nouvelles approches pour le séduire », insiste sur le relationnel.

Le but de ce travail est de mesurer l'impact de la communication financière sur les cours d'actions dans le marché boursier Marocain, en utilisant la méthode d'étude d'événement et des rendements anormaux. La problématique est la suivante : Existe-t-il une corrélation entre la communication financière et la liquidité des titres boursiers ?

Nous allons commencer par dresser une revue de littérature, de procéder à notre étude empirique, puis de discuter les différents résultats et conclusions.

1. REVUE DE LA LITTÉRATURE :

La communication financière via le digital met en action trois éléments existentiels, un stimulus de la part de l'entreprise, une réceptivité du message de la part du client et un feed back sous forme de comportement induit pouvant favoriser l'action du client à vendre ou à

acheter des titres boursiers ou tout simplement l'inaction du client ce qui impacterait directement la liquidité des titres boursiers.

M. Welker (1995) avait réalisé une étude sur 427 entreprises appartenant à 28 secteurs différents sur la période (1983 – 1990) pour étudier cette corrélation. Les résultats obtenus confirment que plus l'information divulguée est symétrique auprès des différents intervenants, plus la liquidité des titres est importante. Le challenge étant la communication simultanée et convergente entre tous les acteurs au même moment.

Ces résultats ont été approuvés par de nombreux théoriciens, notamment C. Leuz et R. Verrecchia (2000), qui avaient travaillé sur un échantillon de 102 entreprises allemandes appartenant à l'indice DAX 100 durant l'année 1998. Leurs résolutions étaient de pousser les entreprises à standardiser les pratiques de divulgation financière sur internet.

Ainsi, cette pratique est assurée par la SEC aux Etats-Unis avec le système EDGAR, le SEDAR au Canada. En France, la pratique s'inscrit sous les recommandations N° 1988-05 et N° 2000-02 qui mettent en exergue les règles relatives à la diffusion d'information financière sur le digital, qui peut être prise en compte ou ignorée volontairement.

Au final, la communication financière sur le digital, est la convergente de deux théories :

- **La théorie d'agence** : qui explicite que la communication financière sur le digital réduit les coûts d'agence (Jensen et Meckling, 1976), et permet aux dirigeants de jouer la carte de la transparence en divulguant de façon continue et régulière les informations. Toutefois, en 1993, Lang et Lundholm, insistent sur le fait de disposer de certaines caractéristiques critiques pour pouvoir prétendre à cette théorie, telles que la taille, l'endettement et la dispersion de l'actionnariat.
- **La théorie du signal** : La communication financière sur le digital est un outil comparatif des performances des équipes dirigeantes (Milgrom, 1981), ce qui octroie la valeur aux entreprises ayant les meilleurs résultats financiers.

En se basant sur la théorie de l'agence et la théorie du signal, notre objectif est d'établir la corrélation entre la communication financière digitale et la liquidité des titres. Laurent Flores (2012), dans son livre « Mesurer l'efficacité du marketing digital », a donné des pistes centrées sur les indicateurs marketing. Notre étude se centrera sur les indicateurs financiers de la communication officielle de l'entreprise en mettant de côté les trolls, qui nourrissent artificiellement les polémiques pour perturber l'équilibre, et afin d'éviter les effets Streisand et Flamby. L'effet Streisand est un phénomène digital résultant de la diffusion excessive

d'informations ou de documents faisant l'objet d'une tentative de retrait ou de censure. L'effet Flamby, relate la même pratique et s'active en plus, à créer des sites miroirs.

Pour notre étude, nous allons confirmer ou infirmer 2 hypothèses principales:

H1 : Il existerait une corrélation entre l'information communiquée par l'entreprise cotée en bourse et la liquidité boursière.

H2 : Cette corrélation dépend du secteur d'activité.

2. METHODOLOGIE DE RECHERCHE

Notre méthodologie d'étude repose sur l'échantillon choisi, les données collectées et les formules de traitement de l'information.

2.1. Echantillon

Pour l'établissement de notre échantillon, nous avons opté, pour des raisons de liquidité et de représentativité, pour les valeurs appartenant à l'indice MADEX (Moroccan Most Active shares Index), qui est un indice compact, composé des titres les plus actifs de la côte en termes de liquidité mesurée sur le semestre précédent, intégrant donc les valeurs cotées en continu sur la place casablancaise.

Pour les secteurs d'activité et pour une raison de disponibilité de l'information exhaustive incluant toutes les entreprises s'y référant, et aussi de prépondérance des secteurs, nous avons opté pour 5, à savoir : Le bâtiment et matériaux de construction, L'immobilier, La banque, Les assurances, et L'agro-alimentaire et la production.

Notre travail de recherche a pour objectif de vérifier l'impact de la communication financière sur la liquidité des titres et ce, sur une période s'étalant de 2015 à 2017.

Ainsi, notre recherche se veut à périmètre constant, c'est-à-dire la divulgation des informations financières des entreprises retenues sur la période considérée.

Pour cela, nous avons procédé à l'élimination d'un certain nombre de sociétés notamment celles qui sont introduites en bourse ou sorties de la côte durant la période de notre investigation, ainsi que celles ayant fait l'objet de fusion-acquisition, et les entreprises ayant connu des difficultés et qui sont radiées de la Bourse des valeurs. Notre échantillon final regroupe ainsi 20 entreprises qui sont réparties différemment selon le secteur d'activité dans lequel elles opèrent.

Figure 1 : Echantillon selon les secteurs d'activité

Secteurs d'activité	Nombre de sociétés
Bâtiment et Matériaux de Construction	5
Immobilier	3
Banque	6
Assurance	4
Agro-Alimentaire / Production	2
Total	20

2.2. Données et procédures

Les données choisies pour effectuer cette recherche sont obtenues auprès du site de la bourse de Casablanca, les rendements quotidiens des 30 séances pré et post communication financière sont utilisées pour notre étude d'événement. Pour mesurer le niveau de surprise de l'annonce, on compare les rendements anormaux et leurs cumuls respectifs avec l'évolution des agrégats financiers de chaque valeur (évolution chiffre d'affaire, évolution des fonds propres et évolution du résultat net part du group).

2.3. Méthodologie d'étude d'événements

Cette étude utilise le modèle du marché pour estimer les rendements anormaux, définis comme le rendement de l'actif pendant la fenêtre de l'événement moins le rendement attendu de l'actif.

Pour mesurer cet effet, le rendement anormal (AR) est utilisé, sa variance et sa signification statistique sont exprimées comme suit :

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}|X_t) \quad \sigma^2 (AR_{it}) = \sigma_{ei}^2 + \frac{1}{L_1} * \left(1 + \frac{(R_{mt} - \mu_{\hat{m}})^2}{\sigma_{\hat{m}}^2} \right) \quad \sigma^2 (AR_{it}) = \sigma_{ei}^2 \quad T$$

$$(AR_{it}) = \frac{AR_{it}}{\sigma (AR_{it})}$$

Où AR_{it} est le rendement anormal de l'actif i dans la période t, R_{it} est le rendement réalisé de l'actif i dans la période t et $E(R_{it}|X_t)$ est le rendement attendu sur la période t.

Dans notre étude nous allons utiliser le modèle de marché pour calculer les rendements attendus. Le modèle de marché est une relation économétrique où le rendement du marché est utilisé comme variable explicative du rendement de l'actif, dont l'objectif est de réduire

l'erreur quadratique moyenne au moyen des moindres carrés ordinaires, en obtenant des estimateurs cohérents, objectifs et efficaces.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i * R_m + \epsilon \quad E(\epsilon_{it})=0 \quad var(\epsilon_{it})=\sigma_{ei}^2$$

$$\beta_i = \frac{\sum_{t-30}^{t_2} (R_{it}-\mu_i)*(R_{mt}-\mu_m)}{\sum_{t-30}^{t_2} (R_{mt}-\mu_m)^2}$$

$$\alpha_i = \mu_i - \beta_i * \mu_m \quad \mu_i = \frac{1}{L_1} * \sum_{t-30}^{t_2} R_{it} \quad \mu_m = \frac{1}{L_1} * \sum_{t-30}^{t_2} R_m$$

Où R_{it} est le rendement de l'actif i , R_m est le rendement du marché, α_i et β_i sont les estimateurs du modèle, μ_i et μ_m représentent le rendement moyen de l'actif et du marché et L_1 est la longueur de la fenêtre.

Bien que les rendements anormaux soient une bonne mesure lors de l'étude de l'événement, cependant ils ne considèrent pas l'effet d'une augmentation systématique de tels rendements durant la fenêtre de l'événement. Pour étudier cet effet, on calcul les rendements anormaux cumulés (CAR), ainsi que leurs variances et leurs signification statistique qui sont exprimés comme suit:

$$CAR(t_1; t_2) = \sum_{t_1}^{t_2} AR_{it} \quad var(CAR(t_1; t_2)) = \frac{1}{N^2} * \sum_{i=1}^N \sigma_{ei}^2(t_1; t_2)$$

$$T(CAR(t_1; t_2)) = \frac{CAR(t_1; t_2)}{var(CAR(t_1; t_2))^{\frac{1}{2}}}$$

La méthodologie décrite ci-dessus permet d'étudier l'impact de l'événement pour chaque valeur individuellement, cependant, en étudiant le marché, il est important de générer une analyse de l'impact de toutes les valeurs dans une seule fenêtre d'événement. Pour cela, on calcule les rendements anormaux moyens (AAR), les rendements cumulés moyens (CAAR) et la signification statistique de chacun est mesuré comme suit:

$$AAR_t = \frac{1}{N} * \sum_{i=1}^N AR_{it} \quad var(AAR_t) = \frac{1}{N^2} * \sum_{i=1}^N \sigma_{ei}^2 \quad CAAR(t_1; t_2) = \sum_{t_1}^{t_2} AAR_{it}$$

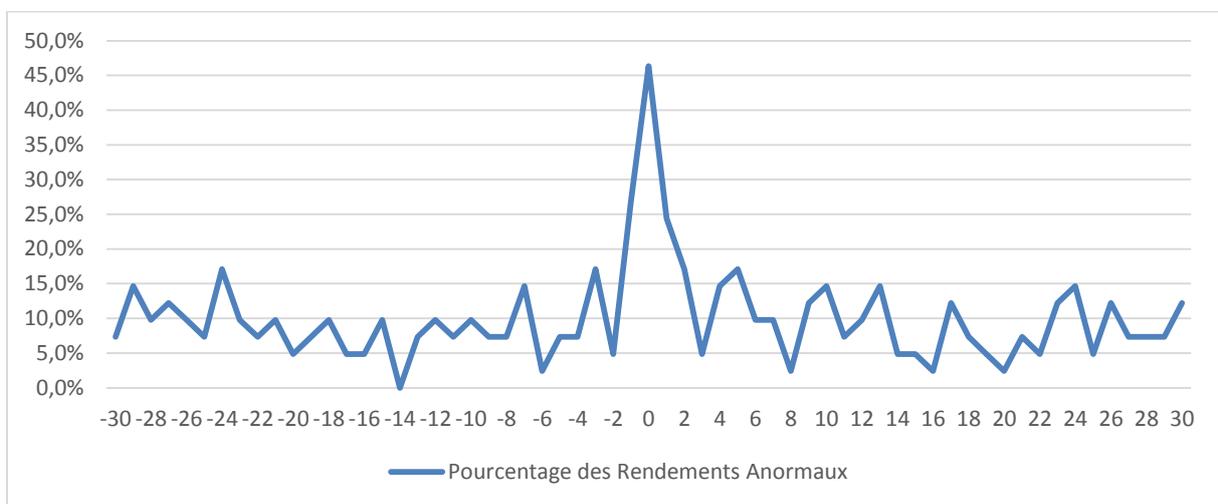
$$var(CAAR(t_1; t_2)) = \frac{1}{N^2} * \sum_{i=1}^N \sigma_{ei}^2(t_1; t_2) \quad T(CAAR(t_1; t_2)) = \frac{CAAR(t_1; t_2)}{var(CAAR(t_1; t_2))^{\frac{1}{2}}}$$

Pour les 5 secteurs d'activité retenus, nous avons appliqué ces formules financières.

3. RESULTATS ET DISCUSSION

Dans ce qui suit, nous présentons les résultats univariés qui concernent les tests d'études d'événements des rendements anormaux. En ce qui concerne le pourcentage d'actifs ayant des rendements anormaux dans la période pré et post communication financière, la figure 1 indique que le nombre maximal de cas présentant des différences statistiquement significatives, a été atteint le jour de la publication des résultats, avec un pourcentage de 46,3% aussi les jours pré et post jour de l'événement avec un pourcentage respectif de 26,8% et 24,4%.

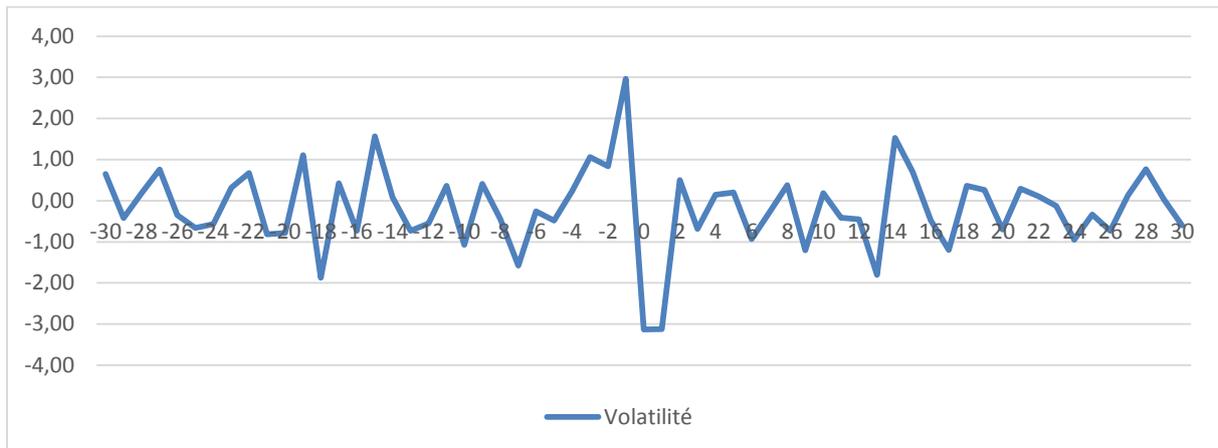
Figure 2 : Pourcentage des rendements anormaux



Source : Auteurs

En ce qui concerne l'impact de l'événement sur la volatilité des rendements dans le marché marocain, la figure3 montre l'importance de la volatilité des valeurs étudiées pour chaque jour en utilisant un test de Corrado non paramétrique (Corrado, 1989). Le résultat indique qu'il y a une forte volatilité qui accompagne les rendements anormaux obtenus la veille de la communication financière, cette volatilité reste présente d'une manière significative jusqu'au deuxième jour de la communication financière en cohérence avec les rendements anormaux.

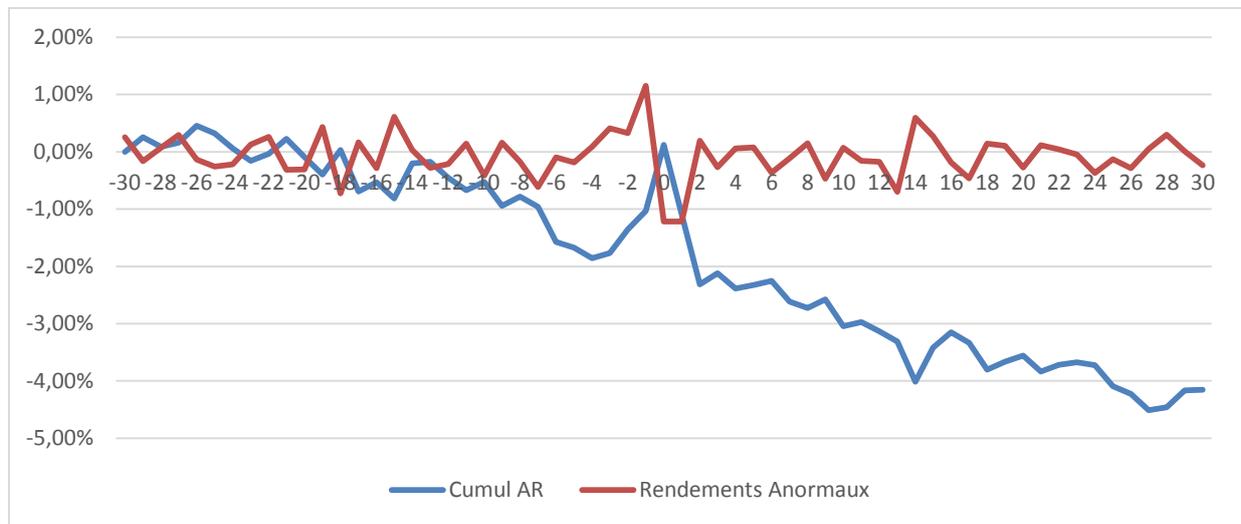
Figure 3 : Volatilité des titres



Source : Auteurs

La figure 4, représente l'évolution des rendements anormaux et leurs cumuls respectifs pour l'ensemble des valeurs étudiées dans une fenêtre de 60 jours, 30 jours avant et après publication. Sachant que pour l'ensemble des valeurs étudiées, les agrégats financiers ont connu une nette amélioration pour l'exercice 2017 (+3.9% chiffre d'affaire et 9,3% Résultat net), cependant la réaction du marché était en contradiction avec l'amélioration de ces agrégats, nous avons constaté la prédominance de rendements anormaux négatifs qui ont impacté négativement l'évolution des cours des valeurs, nous avons aussi constaté la présence d'une réaction qui a démarré 4 jours avant publication des résultats avec prédominance de rendements anormaux positifs, qui ont impacté positivement le cumul des rendements anormaux passant d'un cumul de -2% à +0.1%, mais cette réaction a été fortement corrigée le jour de la publication des résultats et le jour suivant, et au cours de la fenêtre qui suit la publication des résultats, les rendements anormaux ont suivi la même tendance de la fenêtre pré publication, pour finir avec un cumul de -4%.

Figure 4 : Evolution des rendements anormaux et les cumuls engendrés



Source : Auteurs

D'après notre analyse et sur la période considérée, nous constatons que l'effet de la CFI joue pleinement son effet sur la volatilité des cours des actions. Toutefois, nous allons essayer de tester la même confirmation selon les secteurs d'activité. D'où notre 2^{ème} hypothèse :

H2 : Cette corrélation dépend du secteur d'activité.

Pour répondre à l'hypothèse 2, nous allons effectuer une étude sectorielle selon l'échantillon prédéfini.

3.1. Secteur 1 : Banques

Dans ce secteur, les banques cotées en MADEX sont Attijari Wafabank, BMCE, Banque populaire, BMCI, Crédit du Maroc et CIH.

Le tableau suivant indique l'évolution des principaux agrégats financiers pour les entreprises du secteur bancaire, nous constatons que les indicateurs financiers ont connu une hausse de 5,8% pour le chiffre d'affaire et 9,5% pour le résultat net, cependant la réaction de l'ensemble des valeurs était en contradiction de l'évolution des agrégats financiers.

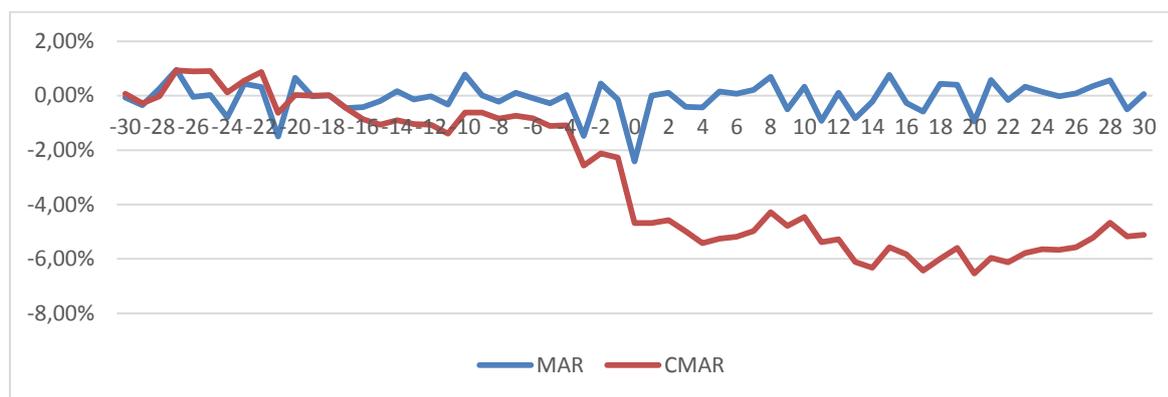
Figure 5 : Evolution des agrégats pour le secteur bancaire

En	ATW	BMCE	BCP	BMCI	CDM	CIH	Totaux
MMAD							
CA 2016	19673,3	12990	15654,7	3055,1	2164,5	1847,2	55384,8
CA 2017	21644,8	13367,7	16363,2	3016,3	2184,6	2035,9	58612,5
Evo CA	10,0%	2,9%	4,5%	-1,3%	0,9%	10,2%	5,8%
FP 2016	47411,1	23582,7	41370,9	8693,4	4581,3	5141,2	130780,6
FP 2017	50801	24684,4	43483,6	8585,1	4811,1	5293	137658,2
Evo							
REX	7,2%	4,7%	5,1%	-1,2%	5,0%	3,0%	5,3%
RN 2016	4757,4	2036,2	2643,4	431,4	308,8	434,5	10611,7
RN 2017	5390,9	2036,3	2842,7	547,1	365,4	435,8	11618,2
Evo RN	13,3%	0,0%	7,5%	26,8%	18,3%	0,3%	9,5%

Source : Auteurs

La figure 6 indique l'évolution des rendements anormaux moyens ainsi que leurs cumuls pour le secteur bancaire, durant la période pré publication des résultats on constate une légère baisse des cumuls moyens des rendements anormaux, mais cette légère baisse s'est vite accentuée après publication des résultats, durant cette période on a constaté la prédominance des rendements anormaux négatifs, qui ont impacté négativement le cumul des rendement anormaux, passant de -2,1% à la veille du jour de la publication jusqu'à atteindre un minimum de -6,5%. On distingue aussi la forte présence d'un rendement anormal le jour de la publication des résultats.

Figure 6 : Evolution des rendements anormaux et leurs cumuls dans le secteur bancaire



Source : Auteurs

Dans le secteur bancaire, nous constatons que la communication financière est très bien développée et mise en valeur, en plus des informations financières obligatoires, d'autres informations liées étroitement à la stratégie de la banque sont communiquées.

Cet événement génère un effet positif sur la volatilité et les cours de leurs titres. Ce constat a été fortement remarqué avant et après la publication des cours des actions du secteur.

3.2. Secteur2 : Assurance

Le tableau suivant indique l'évolution des principaux agrégats financiers pour les entreprises du secteur Assurance, nous constatons que les indicateurs financiers ont connu une forte hausse, 10,9% pour le chiffre d'affaire et 20,7% pour le résultat net, cependant la réaction de l'ensemble des valeurs était en contradiction de l'évolution des agrégats financiers.

Figure 7 : Evolution des agrégats pour le secteur des assurances

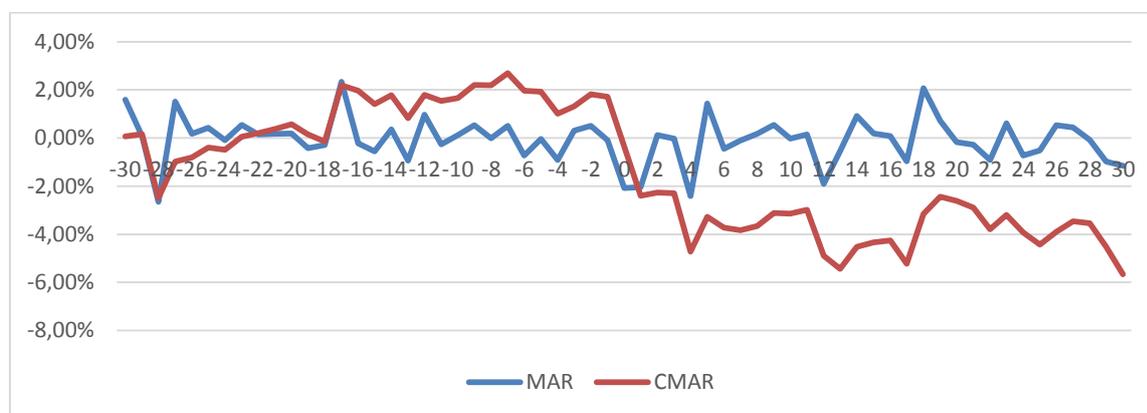
En MMAD	ATLANTA	Wafa	SAHAM	AFMA	Totaux
CA 2016	3690	7314,5	4391,8	180,2	15576,5
CA 2017	4191,9	8049,9	4846	183,3	17271,1
Evo CA	13,6%	10,1%	10,3%	1,7%	10,9%
FP 2016	1450	5181,3	3711	69,4	10411,7
FP 2017	1545,8	5580,1	4324,7	73,1	11523,7
Evo REX	6,6%	7,7%	16,5%	5,3%	10,7%
RN 2016	153,7	841	317,9	57	1369,6
RN 2017	211,9	818,8	563,9	58,6	1653,2
Evo RN	37,9%	-2,6%	77,4%	2,8%	20,7%

Source : Auteurs

La figure 8 indique l'évolution des rendements anormaux moyens ainsi que leurs cumuls pour le secteur Assurance, durant la période pré publication des résultats on constate une légère hausse des cumuls moyens des rendements anormaux atteignant un cumul de 2% à la veille de la publication des résultats.

Durant la période post publication, on constate un changement de polarité de la tendance d'évolution, et cela avec la prédominance de rendements anormaux négatifs qui ont impacté cette évolution passant d'un cumul de 2% à -6%.

Figure 8 : Evolution des rendements anormaux et leurs cumuls dans le secteur des assurances



Source : Auteurs

S'agissant du secteur d'assurance, et d'après nos chiffres nous constatons que l'effet de la CFI sur les cours et la volatilité des actions est présente mais moins forte que le secteur bancaire. Cette situation s'explique essentiellement par la quantité et la qualité des informations financières publiées par le secteur.

3.3. Secteur 3 : BTP

Le tableau suivant indique l'évolution des principaux agrégats financiers pour les entreprises du secteur Assurance, nous constatons que les indicateurs financiers ont connu une hausse, 4,9% pour le chiffre d'affaire et 59,2% pour le résultat net, cependant la réaction de l'ensemble des valeurs était en contradiction de l'évolution des agrégats financiers.

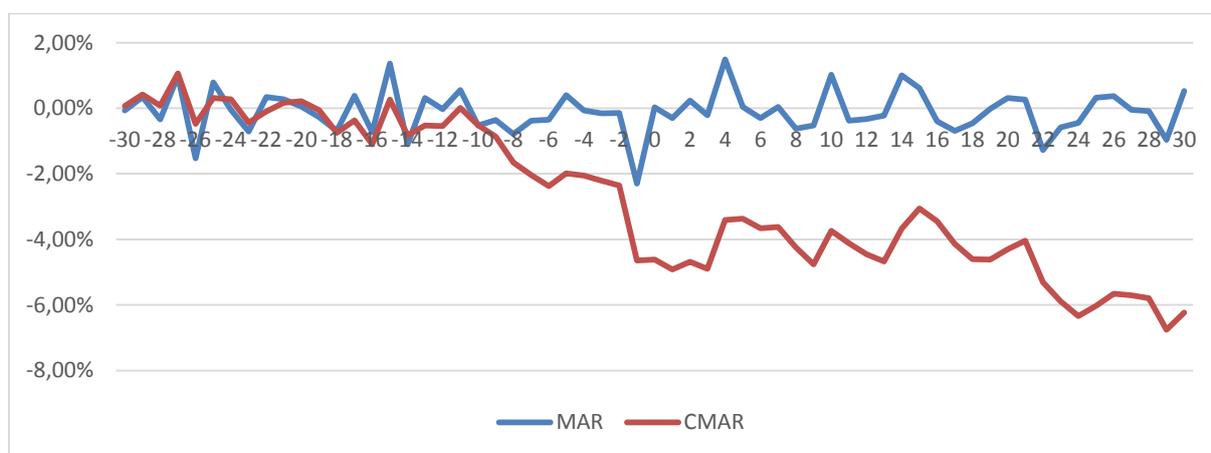
Figure 9 : Evolution des agrégats pour le secteur des BTP

En MMAD	LHM	SONASID	JET	COL	CMA	Totaux
CA 2016	8245	3114,7	1053,5	531,7	3866	16810,9
CA 2017	8083	3714	1237,2	547,2	4050,2	17631,6
Evo CA	-2,0%	19,2%	17,4%	2,9%	4,8%	4,9%
FP 2016	11594,1	1888	422,2	337,3	5320,6	19562,2
FP 2017	9811,2	1942	520,2	334,1	5358,3	17965,8
Evo REX	-15,4%	2,9%	23,2%	-0,9%	0,7%	-8,2%
RN 2016	2065	-62,5	32,2	50,2	-136,4	1948,5
RN 2017	1927	44	104,4	48,3	979	3102,7
Evo RN	-6,7%	170,4%	224,2%	-3,8%	817,7%	59,2%

Source : Auteurs

La figure 10 indique l'évolution des rendements anormaux moyens ainsi que leurs cumuls pour le secteur du BTP, durant la période pré publication des résultats on constate une légère baisse des cumuls moyens des rendements anormaux atteignant un cumul de -2,2% à la veille de la publication des résultats, mais cette légère baisse s'est vite accentuée après publication des résultats, durant cette période on a constaté la prédominance des rendements anormaux négatifs, qui ont impacté négativement le cumul des rendement anormaux, passant de -2,2% à la veille du jour de la publication jusqu'à atteindre un minimum de -6,75%. On distingue aussi la forte présence d'un rendement anormal le jour de la publication des résultats.

Figure 10 : Evolution des rendements anormaux et leurs cumuls dans le secteur des BTP



Source : Auteurs

Contrairement aux secteurs « bancaire et assurance », le secteur du BTP quant à lui n'a pas le même effet en termes de CFI. Autrement dit l'impact de la CFI n'est pas fortement corrélé aux cours des actions. Cette situation s'explique par la saisonnalité du secteur.

3.4. Secteur4 : Immobilier

Le tableau suivant indique l'évolution des principaux agrégats financiers pour les entreprises du secteur Immobilier, nous constatons que les indicateurs financiers ont connu une forte baisse, -17,4% pour le chiffre d'affaire et -16,4% pour le résultat net, et contrairement aux autres secteurs, l'évolution des rendements anormaux et de leurs cumul étaient en cohérence avec l'évolution des agrégats financiers.

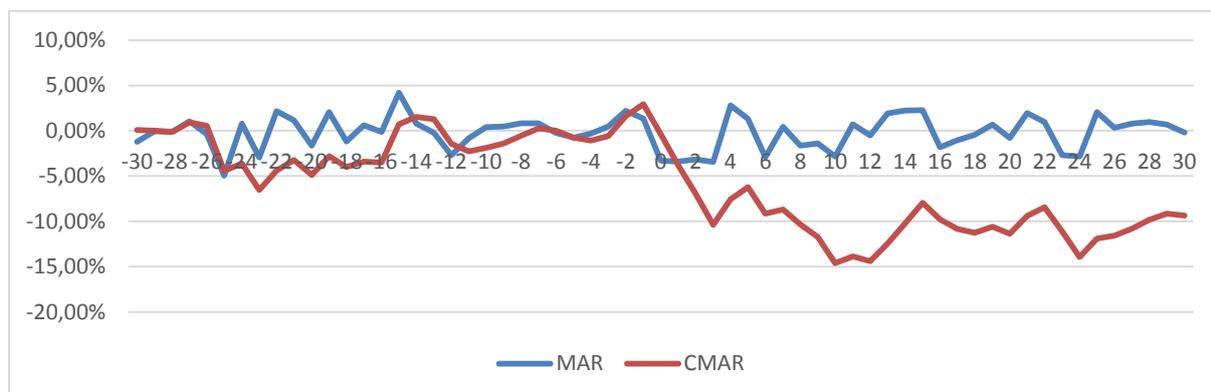
Figure 11 : Evolution des agrégats pour le secteur de l'immobilier

En MMAD	ADH	ADI	RDS	Totaux
CA 2016	7431,70	3558,70	2075,50	13065,9
CA 2017	5916,5	3015,7	1860,1	10792,3
Evo CA	-20,4%	-15,3%	-10,4%	-17,4%
FP 2016	11537,5	1974,20	3727,00	17238,7
FP 2017	11511,5	2232,7	3971,9	17716,1
Evo REX	-0,2%	13,1%	6,6%	2,8%
RN 2016	1009,2	144,30	364,80	1518,3
RN 2017	763,9	174,5	330,4	1268,8
Evo RN	-24,3%	20,9%	-9,4%	-16,4%

Source : Auteurs

La figure 12 indique l'évolution des rendements anormaux moyens ainsi que leurs cumuls pour le secteur de l'immobilier, durant la période pré publication des résultats on constate une légère hausse des cumuls moyens des rendements anormaux atteignant un cumul de 3% à la veille de la publication des résultats. Durant la période post publication, on constate un changement de polarité de la tendance d'évolution, et cela avec la prédominance de rendements anormaux négatifs qui ont impacté cette évolution passant d'un cumul de 3% à un minimum de -15%.

Figure 12 : Evolution des rendements anormaux et leurs cumuls dans le secteur de l'immobilier



Source : Auteurs

Le secteur « immobilier », en termes d'impact de la CFI, connaît la même tendance que le secteur du BTP.

3.5. Secteur5 : Agroalimentaire

Le tableau suivant indique l'évolution des principaux agrégats financiers pour les entreprises du secteur Agroalimentaire, nous constatons que les indicateurs financiers ont connu une hausse de 8,5% pour le chiffre d'affaire et 3,8% pour le résultat net, et contrairement aux autres secteurs, il n'y avait pas d'impact significatif de la communication financière sur le secteur.

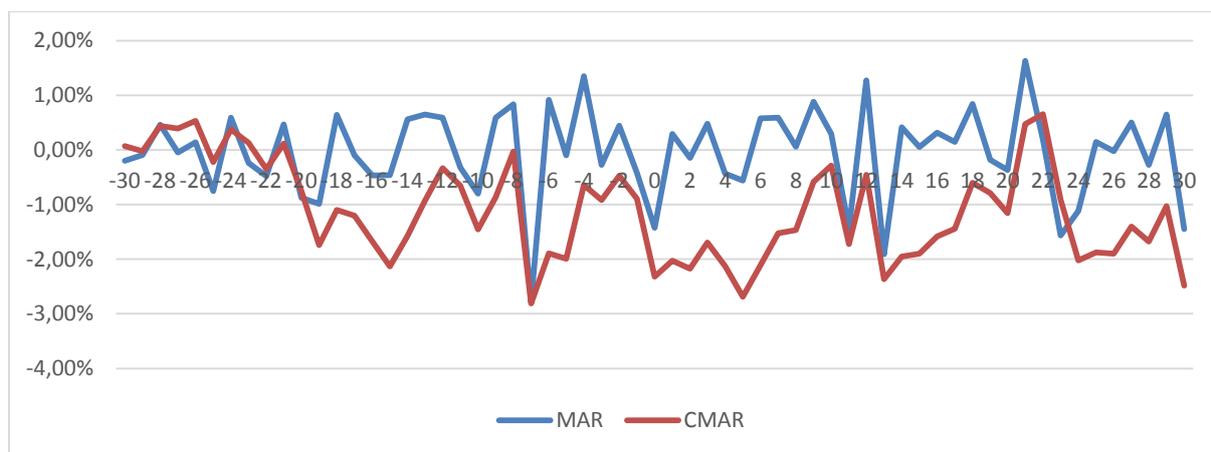
Figure 13 : Evolution des agrégats pour le secteur de l'agroalimentaire

En MMAD	COSUMAR	LESIEUR	Totaux
CA 2016	7865,30	4033,00	11898,30
CA 2017	8332	4583,00	12915,00
Evo CA	5,9%	13,6%	8,5%
FP 2016	4469,1	1622,00	6091,10
FP 2017	4911,6	1675,00	6586,60
Evo REX	9,9%	3,3%	8,1%
RN 2016	933,7	205,00	1138,70
RN 2017	988,3	194,00	1182,30
Evo RN	5,8%	-5,4%	3,8%

Source : Auteurs

La figure 14 indique l'évolution des rendements anormaux moyens ainsi que leurs cumuls pour le secteur de l'agroalimentaire, pour ce secteur nous constatons la présence de rendements anormaux, mais qui ne reflètent aucune tendance durant les périodes pré et post publication des résultats.

Figure 14 : Evolution des rendements anormaux et leurs cumuls dans le secteur de l'agroalimentaire



Source : Auteurs

L'impact de la CFI sur les cours des actions appartenant au secteur agroalimentaire ne sont pas corrélés aux cours et à la volatilité des actions.

Conclusion

Notre problématique nous a amené à étudier l'impact de la CFI sur la liquidité des titres des entreprises marocaines cotées en bourse. Notre étude a porté essentiellement sur les valeurs les plus liquides dans le but d'étudier cette corrélation, et s'est basée sur des informations obligatoires auxquelles sont tenues ces entreprises.

Pour se faire, nous nous sommes inspirés du modèle de marché, retenu dans d'autres études similaires en France et en Allemagne, en l'appliquant sur une vingtaine de valeurs marocaines. Nous avons supposé qu'un accroissement du niveau de la CFI améliore la liquidité de ses titres. Cette situation a été vérifiée de manière globale pour l'échantillon en question, mais à des proportions différentes.

Certaines valeurs sont par définition, « illiquide » et ce, malgré la volonté des dirigeants de booster leurs campagnes de communication financière ; le cours de l'action reste quasiment inchangé et l'impact sur le titre n'est pas immédiat.

Dans les secteurs des banques et assurances, les valeurs réagissent positivement avant et après la divulgation des informations financières; la raison c'est que les banques vont au-delà des informations obligatoires (bilan, compte de résultat, flux de trésorerie). Elles donnent des fois des informations stratégiques dont l'impact influence notablement sur les cours boursiers. En fait, la divulgation financière par Internet réduit l'asymétrie d'information entre les investisseurs informés et ceux non informés et permet par conséquent un accroissement de la liquidité.

Pour les secteurs du BTP et de l'immobilier, ces derniers sont corrélés et impactent positivement les cours boursiers des valeurs appartenant à ces secteurs. Autrement dit, quand le secteur immobilier fluctue, le secteur BTP ressent l'impact positif ou négatif du secteur immobilier.

Notre étude montre qu'un accroissement du niveau de la CFI, rétrécit l'asymétrie d'information en augmentant la liquidité des titres. Un autre argument justifie ce constat et réside au niveau des sites à contenu informatif très développés, en raison notamment de l'expérience acquise par leur société-mère en matière de communication d'informations financières et extra-financières.

La liquidité gagnerait en efficacité si les entreprises marocaines communiquent, en plus des informations obligatoires d'autres informations sur la stratégie choisie, son positionnement par rapport à la concurrence... . En effet, les investisseurs recherchent constamment une pleine transparence sur le marché sur lequel ils interviennent et, le degré de transparence d'un marché est le résultat d'un compromis difficile entre les différents acteurs du marché.

Bibliographie

- **Blanc Jérôme (2005)**, « De l'efficacité des démarches volontaires des entreprises pour diffuser des valeurs nouvelles » Revue des Sciences de Gestion, Direction et Gestion n° 211-212 pp. 97-109
- **Cehkhar R. (2007)**, « L'émergence de la communication financière dans les sociétés françaises cotées – Le cas Saint-Gobain ». Doctorat en Sciences de Gestion, Orléans : Université d'Orléans
- **Don Tapscott (2014)**, « The Digital Economy». Editeur: McGraw-Hill Education – Europe
- **Labelle R., Schatt A. (2005)**, « Structure de propriété et communication financière des entreprises françaises ». Finance Contrôle Stratégie 8 (3) : 77-104
- **Lakhal F. (2006)**, « Les mécanismes de gouvernement d'entreprise et la publication volontaire des résultats en France ». Comptabilité, Contrôle, Audit 12 : 69-92.
- **Laurent Flores (2012)**, « Mesurer l'efficacité du marketing digital », Editeur : Dunod
- **Leuz, C. and Verrecchia, R. (2000)**, « The Economic Consequences of Increased Disclosure ». Journal of Accounting Research, 38, 91-124.
- **M. Aouina, A. Moussamir (2019)**, « Le rôle de l'audit externe dans la transparence de la communication financière. Une revue de littérature ». Revue CCA Mars 2019 / Volume 3 : numéro 4.
- **Nicolas Riou (2016)**, « Le consommateur digital: Les nouvelles approches pour le séduire », Editeur : Eyrolles.