

**ETUDE EMPIRIQUE DE L'EFFET DES INDICATEURS DE  
RENDEMENT ET DE MARCHE SUR LES PERFORMANCES  
BOURSIERES DES SOCIETES :**

**CAS DES ENTREPRISES COTEES MAROCAINES**

**EMPIRICAL STUDY OF THE EFFECT OF YIELD AND MARKET  
INDICATORS ON THE STOCK MARKET PERFORMANCES OF  
COMPANIES:**

**CASE OF MOROCCAN LISTED COMPANIES**

**Par**

**Nouredine MARCHOUD**

**Enseignant –Chercheur à l'EST de Meknès, Laboratoire LAREGS,  
Université Moulay Ismail.**

**Résumé :**

L'objet de cet article est de vérifier, sur le plan empirique, l'hypothèse selon laquelle les opérateurs du marché boursier utilisent dans leur processus d'évaluation des performances des sociétés cotées l'information contenue dans les états comptables publiés. Plus particulièrement, on cherche à savoir dans quelle mesure les indicateurs de rendement et de marché permettent-ils d'expliquer les performances anormales des titres financiers cotés. Après une revue de littérature sur l'utilité de l'information financière en matière d'évaluation par le marché des sociétés cotées (section I), on traitera de la méthodologie de recherche (section II), puis on abordera les résultats de cette recherche empirique (section III).

**Mots clés :**

Information comptable, indicateurs financiers, performances boursières, évaluation des sociétés, étude d'événement, réaction du marché.

**Summary:**

The purpose of this article is to empirically test the hypothesis that stock market operators use the information contained in published accounting statements in their process of evaluating the performance of listed firms. In particular, we want to know to what extent performance and market indicators can explain the abnormal performance of listed financial securities. After a review of the literature on the usefulness of financial information in the market valuation of listed companies (section I), the research methodology (section II) will be discussed and the empirical results (section III).

**Keywords:**

Accounting information, financial indicators, stock market performance, company valuation, event study, market reaction.

## **Introduction**

L'objet de cet article est de vérifier, sur le plan empirique, l'hypothèse selon laquelle les opérateurs du marché boursier utilisent dans leur processus d'évaluation des performances des sociétés cotées l'information contenue dans les états comptables publiés. Plus particulièrement, on cherche à savoir dans quelle mesure les indicateurs de rendement et de marché permettent-ils d'expliquer les performances anormales des titres financiers cotés. Après un rappel de littérature sur l'utilité de l'information financière en matière d'évaluation par le marché des sociétés cotées (section I), on traitera de la méthodologie de recherche (section II) puis on abordera les résultats empiriques (section III).

## **I- Indicateurs financiers et rendements boursiers des actions : revue de littérature**

La contribution informative des indicateurs comptables et financiers en matière d'évaluation boursière des entreprises cotées fut traitée par de nombreuses recherches empiriques dont l'objectif est de détecter une éventuelle relation entre les rendements boursiers et les dits indicateurs. A ce sujet, on peut se référer, en particulier, aux travaux de Ball et Brown (1968), Beaver (1968), Wilson (1986, 1987), Martinez (1994, 1996), Rayburn (1986), Charitou et Ketzi (1990), Lev (1989). On présentera, dans ce qui suit, une revue de littérature sur le rôle du résultat comptable et des indicateurs financiers en matière d'appréhension des rendements anormaux des titres financiers des sociétés cotées.

L'utilité du résultat comptable dans la question de l'évaluation des performances boursières des sociétés est souvent appréhendée à travers la réaction observée du marché financier au moment de l'annonce des résultats. Cette réaction s'explique par le fait que les investisseurs procèdent, à la lumière des résultats publiés, par la révision de leurs prévisions, ce qui conduit généralement à une action directe sur le prix des actions.

L'appréhension de la relation qui lie les résultats comptables aux rendements boursiers relève des travaux fondateurs de Ball et Brown (1968) et de Beaver (1968). Ball et Brown (1968) étudient la réaction du marché à la publication des bénéfices à partir de l'observation du rendement anormal des actions. Les auteurs estiment que le résultat comptable est utile lorsque le marché réagit de manière positive à l'annonce des résultats favorables et inversement en cas d'annonce des résultats décevants. Leur démarche s'inspire de la théorie

d'efficience des marchés qui stipule qu'un marché est présumé efficient si la valeur des biens, échangés entre les agents économiques, s'ajuste rapidement à toute information utile (Fama, 1965; Malkiel, 1992; Lardic et Mignon, 2006).

Le but poursuivi par les deux auteurs est de montrer que le comportement du cours d'une action dépend de la nature de la nouvelle : les cours doivent normalement varier de manière favorable en cas d'une croissance inattendue du résultat comptable et vis versa. Ils infèrent que les entreprises dont les résultats déclarés sont inférieurs aux attentes des investisseurs voient le rendement de leurs titres baisser de manière anormale ; au contraire, le taux de rendement des titres augmente anormalement en cas d'annonce de bénéfices inattendus. Selon eux, le marché réagit systématiquement dans le même sens que celui de l'information contenue dans les résultats annoncés. En cas de bonne (mauvaise) nouvelle, la réaction du marché est favorable (défavorable).

De son côté, Beaver (1968) part de l'idée selon laquelle l'annonce d'information utile est, en principe, accompagnée d'un accroissement dans le volume des transactions. Il mesure la réaction du marché à l'annonce des bénéfices en comparant la variance des taux de rendement anormaux et le montant des transactions entre la semaine de publication et les semaines de non publication. Selon lui, un changement observé de la variance au cours de la semaine de publication devrait signifier que le marché réagit à l'événement. Les résultats de son étude ont montré que le contenu informationnel des résultats annoncés n'était pas sans effet sur le comportement des opérateurs du marché.

Par ailleurs, à côté de la publication des résultats réels, les dirigeants préfèrent informer les opérateurs du marché financier des cash-flows prévisionnels. Les préannonces des managers concernent généralement les bonnes nouvelles. Plusieurs études montrent que le marché réagit favorablement aux préannonces des résultats (Han et Wild, 1991; Lev et Penman, 1990). Les investisseurs perçoivent les prépublications des résultats prévisionnels comme un acte qui atteste de la confiance des dirigeants quant aux cash-flows futurs de l'entreprise.

De surcroît, certains travaux de recherche supposent que les opérateurs boursiers se basent dans l'évaluation des performances des sociétés cotées sur une panoplie de paramètres comptables et financiers qui décrivent de manière systématique la situation économique et financière de l'entreprise.

En ce sens, les travaux de Lev et Thiagarajan (1991) et de Martines (1994) se sont penchés sur l'analyse du contenu informationnel d'un ensemble d'informations publiées sur le marché financier. Les indicateurs sélectionnés décrivent à la fois les aspects opérationnels, comptables et boursiers de l'activité de l'entreprise. D'après les résultats empiriques qui émanent de ces travaux de recherche, il paraît que les dits indicateurs permettent de mieux expliquer les rendements anormaux des titres cotés et ce comparativement au seul bénéfice comptable. De son côté, Wilson (1986) analyse l'information supplémentaire apportée par les cash-flows et les variables d'ajustement (charges calculées, variation du besoin en fonds de roulement...). L'auteur constate que les cash-flows et les accruals semblent disposer d'un contenu informationnel assez important. Leur contribution informative au processus de valorisation boursière des sociétés est légèrement supérieure à celle du résultat comptable.

D'autres études ont mis l'accent sur le pouvoir explicatif d'un ensemble d'indicateurs : variables de flux (cash-flows, amortissements, provisions...), déterminants du résultat (dépenses d'exploitation, investissements immatériels, ventes...), ratios de rendement et de marge, indicateurs décrivant l'activité, la structure financière, la politique d'investissement et la politique de dividende (Borjeix, 1986 ; Chambers et Penman, 1984 ; Desbrieres, 1988 ; Dumontier, 1984/1985 ; Martines, 1994 ; Saada, 1983). Elles concluent toutes à la pertinence de l'information comptable dans l'appréhension du comportement du marché financier.

## **II- Méthodologie de l'étude empirique**

Pour mesurer l'impact que les indicateurs de rendements et de marché exercent sur les performances boursières des sociétés, on a eu recours aux modèles des régressions linéaires. De ce fait, la valeur anticipée de chaque indicateur est corrélée au rendement anormal des titres financiers cotés. La signification statistique du modèle est mesurée par le coefficient de détermination  $R^2$  et des tests de student et de Fisher. Cette démarche s'inspire méthodiquement des travaux de Martines (1994).

### **1- Calcul des rentabilités normales et anormales des actions**

#### **1-1- Les rentabilités normales**

La rentabilité normale d'une action exprime le rendement espéré du titre en l'absence d'événement quelconque. Le modèle normatif retenu pour le calcul des rendements anormaux

des actions est celui des rentabilités ajustées par la moyenne. En dépit de sa simplicité, ce modèle s'avère efficace pour identifier les rendements anormaux des titres (Brown et Warner, 1980).

Selon ce modèle, le rendement attendu du titre  $i$  au cours de la période  $t$ , noté  $E(r_{it})$ , s'exprime comme suit:

$$E(r_{it}) = K_i$$

Et ce  $\forall t \in$  à la période retenue pour le calcul des rendements anormaux.

Dans ce cas, le rendement espéré d'un titre  $i$  est calculé à partir de la moyenne historique de la série temporelle des rentabilités observées sur la période d'estimation. La constante  $K_i$  est cette moyenne historique.

### **1-2- Les rentabilités anormales**

Le rendement anormal d'une action résulte de la différence entre la valeur observée et une norme. Les résidus de rendement sont calculés suivant le modèle ci-dessous :

$$RA_{it} = r_{it} - E(r_{it})$$

Et ce  $\forall t \in$  à la période retenue pour le calcul des rendements anormaux.

Avec,  $RA_{it}$  = rendement anormal de l'action  $i$  au cours de la période  $t$  ;

$r_{it}$  = rendement observé de l'action  $i$  au cours de la période  $t$  ;

$E(r_{it})$  = rendement normal de l'action  $i$  au cours de la période  $t$ .

Les rendements observés sont calculés par référence au modèle d'Easton et Harris (1991) :

$$r_{it} = \frac{P_{it} + D_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

Où,

$P_{it}$  = cours du titre  $i$  pendant la période  $t$  ;

$P_{i(t-1)}$  = cours du titre  $i$  pendant la période  $t-1$  ;

$D_{it}$  = dividende distribué à l'action  $i$  en période  $t$ .

Les rendements résiduels sont agrégés sur toute la période retenue pour le calcul des rendements anormaux suivant le modèle de Fama, Fisher, Jensen et Roll (1968). Ce modèle consiste, dans un premier temps, à calculer pour l'ensemble des titres du portefeuille la moyenne des rentabilités anormales individuelles pour chaque période  $t$  de la fenêtre d'événement.

Soit,

$$RAM_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n RA_{it}$$

Avec,

$RAM_t$  = rendement anormal moyen au cours de la période  $t$  ;  
 $RA_{it}$  = rendement anormal du titre  $i$  pendant la période  $t$  ;  
 $n$  = nombre de titres du portefeuille.

Ensuite, dans un deuxième temps, les rentabilités moyennes sont cumulées sur toute la fenêtre d'événement. Soit,

$$RAMC_{xy} = \sum_{t=x}^y RAM_t$$

$RAMC_{x,y}$  = rendement anormal moyen cumulé sur la fenêtre d'événement comprise entre les dates  $x$  et  $y$ .

Ce modèle a été l'objet d'une large utilisation dans les études d'événement. D'après ces auteurs, lorsque le marché n'anticipe pas l'événement, les rendements anormaux moyens cumulés doivent être approximativement nulles jusqu'à la date d'événement.

Dans cette recherche, les rendements anormaux des actions sont calculés sur un intervalle de 26 semaines qui entourent la date de publication des états financiers, et ce relativement aux exercices 2014 à 2019. De ce fait, toute réaction anormale des cours serait affectée à l'annonce d'informations comptables.

## **2- Les indicateurs de rentabilité et de marché**

L'hypothèse stipulant que la performance boursière d'un titre dépend de ses rendements futurs amène les investisseurs à prêter une attention particulière au critère de rentabilité. Celle-ci est souvent perçue comme "le rapport existant entre le résultat obtenu par l'entreprise et les moyens mis en œuvre " (Conso et Hemeci, 2002, p.274). Les indicateurs de rendement informent sur la capacité de l'entreprise à réaliser un résultat positif à même de lui assurer une croissance durable, une autonomie financière et la rémunération des capitaux apportés (Hirigoyen, 1985). Ils permettent de mesurer la capacité des capitaux investis à générer des bénéfices. Cette mesure varie selon la nature des moyens déployés. Les capitaux, apportés ou investis, rapportés à leurs résultats respectifs, permettent d'évaluer la rentabilité industrielle et économique de l'entreprise.

A partir de cette rentabilité, on cherche à savoir l'efficacité avec laquelle les actifs réels ont été utilisés. La rentabilité financière est mesurée à partir du rapport entre les capitaux propres et le résultat distribué.

Les indicateurs de marché ont trait à la capacité de l'entreprise à rémunérer les apporteurs de capitaux. Ils permettent de mesurer le taux de croissance successivement pour le bénéfice net, le dividende distribué et le bénéfice par action. Ils donnent une idée également sur la politique de distribution et d'épargne mise en œuvre par les managers. Ces indicateurs déterminent la santé économique et financière de l'entreprise. Le tableau suivant met en synthèse les indicateurs de rendement et de marché ainsi que leur signification respective. (Inspiré de Marrion, 1998; Martines, 1994; Mailler et Remilleret, 1994).

**Tableau 1 : Ratios et leur signification**

| Ratio                       | Modèle de calcul  | Signification   |
|-----------------------------|---|---|
| La rentabilité industrielle | Excédent Brut d'Exploitation rapporté aux capitaux investis (BFR compris) | Ce ratio permet d'évaluer le rendement des actifs durables corporels et incorporels. Elle mesure la capacité du capital d'exploitation à générer un résultat bénéficiaire.  |
|                             | * Résultat Courant Avant Impôts et Intérêts rapporté à l'Actif Economique | Ce ratio mesure la rentabilité de l'entreprise en dehors de considérations financière ou fiscale. Les capitaux engagés comprennent l'ensemble des moyens financiers utilisés, c'est-à-dire les capitaux propres et les dettes |



|   |  |  |
|---|--|--|
| La rentabilité économique                             | * Résultat Brut d'Exploitation augmenté des Produits Financiers Encaissables, rapportés à l'Actif Economique (en valeurs brutes) | financières (approche comptable).<br><br>Ce ratio mesure la rentabilité économique à partir d'un résultat défini indépendamment de la politique de financement, des incidences fiscales et de la politique d'amortissement et de provision. Le résultat, ainsi déterminé, est rapporté à la valeur des capitaux engagés (en valeurs brutes). |
| La rentabilité financière                             | Résultat courant rapporté aux capitaux propres   | Ce ratio exprime le rendement engendré par les seuls capitaux propres de l'entreprise. Il évalue la capacité des moyens financiers internes à sécréter un résultat excédentaire.   |
| Le taux de marge brute d'exploitation                 | Résultat Brut d'Exploitation rapporté au chiffre d'affaires augmenté des autres produits d'exploitation encaissables             | Le taux de marge brute d'exploitation exprime la capacité de l'activité courante à sécréter un résultat excédentaire. Il représente le solde d'exploitation destiné au renouvellement du matériel, au remboursement des dettes financières, à la rémunération des actionnaires et au paiement de l'impôt.                                    |
| Le taux de marge industrielle                         | Résultat brut d'exploitation rapporté à la Valeur ajoutée  | Le taux de marge industrielle permet de renseigner sur l'apport du facteur capital dans le processus productif. Il est un signe de performance de l'entreprise.  |
| Le taux de croissance du chiffre d'affaires           | $(CA_N - CA_{N-1}) / CA_{N-1}$   | Le taux de croissance des ventes exprime l'importance de l'évolution d'activité. Il mesure les performances de l'entreprise sur les plans industriel et commercial.  |
| La variation relative du résultat brut d'exploitation | $(RBE_N - RBE_{N-1}) / RBE_{N-1}$  | Le résultat brut d'exploitation représente les flux financiers générés par l'activité courante de l'entreprise. Ce solde reflète les seules conditions d'exploitation. Il informe sur la capacité potentielle d'autofinancement de l'entreprise.   |

|  |   |  |
|--|---|--|
| La variation relative du résultat d'exploitation | $(RE_N - RE_{N-1})/RE_{N-1}$                                    | Le résultat d'exploitation est un indicateur de marge plus étendue que le résultat brut d'exploitation, dans la mesure où ce résultat prend en considération l'ensemble des flux à caractère courant et ayant ou non un impact direct sur la liquidité de l'entreprise.                                      |
| La variation relative du résultat courant        | $(RC_N - RC_{N-1})/RC_{N-1}$                                    | Le résultat courant constitue un enrichissement structurel généré par l'ensemble des moyens financiers mis en œuvre. Ce solde décrit le résultat émanant des conditions d'exploitation, sous l'influence d'une structure financière déterminée, mais sans considération d'éléments fiscaux ou exceptionnels. |
| Variation du Bénéfice Par Action (BPA)           | $(BPA_N - BPA_{N-1})/BPA_{N-1}$                                 | Cet indicateur informe sur le taux de croissance du bénéfice par action ainsi que l'aptitude de l'entreprise à générer de son activité du résultat additionnel.  |
| Croissance du dividende                          | $(D_N - D_{N-1})/D_{N-1}$                                       | Ce ratio renseigne sur le taux de croissance du dividende. Il informe sur l'importance des bénéfices réalisés comparativement à l'exercice précédent ainsi que sur les capacités des managers à rémunérer les fonds investis dans l'entreprise.  |
| Variation du bénéfice net                        | $(\text{Bénéf.}_N - \text{Bénéf.}_{N-1}) / \text{Bénéf.}_{N-1}$ | Cet indicateur informe sur le taux de croissance des bénéfices réalisés et détermine la capacité de l'entreprise à distribuer des dividendes.  |
| Taux de distribution                             | Dividendes rapportés aux résultats nets                         | Ce ratio informe sur l'importance de la rémunération des capitaux investis ainsi que sur le potentiel d'investissement.  |

### 3- La valeur anticipée des indicateurs

Dans le cadre de cette recherche, on a eu recours au modèle naïf pour anticiper le taux de chaque indicateur financier. Selon ce modèle, la valeur prédite à l'instant (t) est déterminée à partir de la valeur observée à l'instant (t-1). Le modèle naïf repose sur l'hypothèse selon

<http://revues.imist.ma/?journal=REGS>

**ISSN: 2458-6250**

laquelle les variables comptables suivent une marche aléatoire. La valeur attendue de chaque indicateur est fonction de la dernière valeur observée.

Soit :

$$E(V_{it}) = V_{it-1}$$

Avec,  $E(V_{it})$  = valeur anticipée de la variable  $i$  pour la période  $t$ ,

$V_{it-1}$  = valeur observée de la variable  $i$  à l'instant  $(t-1)$ .

#### **4- Le modèle explicatif**

L'approche adoptée consiste à mettre en relation les rentabilités boursières anormales et le contenu informationnel des différents indicateurs de rendement. Pour ce, on a eu recours aux méthodes de régression par moindres carrées ordinaires. Le modèle de régression a été inspiré de Martines (1994).

Selon cette démarche, les rendements anormaux cumulés des titres sont régressés sur chaque indicateur sélectionné. Cela permet de savoir la pertinence individuelle de chaque variable explicative. Ainsi, une « bonne » (« mauvaise ») nouvelle, écart favorable (défavorable) entre les valeurs publiée et anticipée, est supposée impacter positivement (négativement) les rendements résiduels des titres. Soit le modèle suivant :

$$RAMC_{it} = \beta_0 + \beta_k \sum VE_{ikt} + e_{it}$$

Où,

- $RAMC_{it}$  = Rentabilité anormale moyenne cumulée de l'action  $i$  durant la période  $t$  ;
- $\sum VE_{ikt}$  = Somme du contenu informationnel de l'indicateur  $k$  correspondant à l'entreprise  $i$  ( $i$  varie de 1 à 15) et la période  $t$  ;
- $\beta_k$  = Coefficient de régression simple de l'indicateur  $k$ .

Ce modèle de régression permet de savoir dans quelle mesure les indicateurs de rentabilité et de marché permettent-ils d'expliquer les variations anormales des cours des actions.

### **III – Échantillon d'entreprises**

L'échantillon d'entreprises comporte quinze sociétés cotées sur le marché boursier marocain. Le tableau, présenté ci-dessous, présente la liste d'entreprises sélectionnées et leur appartenance sectorielle. Les firmes de l'échantillon sont caractérisées par la régularité de leur cotation sur le marché et la disponibilité de leurs documents comptables. Les données

financières correspondent aux exercices comptables (2013 à 2019). Elles ont été saisies à partir des comptes annuels des sociétés cotées (bilan, compte de résultat, tableau de financement, état de solde de gestion...)¹. Les informations boursières proviennent de la base de données du marché des capitaux de Casablanca². En ce qui concerne le calcul des taux de rendement des actions, on a retenu le cours hebdomadaire. Le rendement futur des titres est estimé à partir du modèle des rentabilités ajustées par la moyenne.

**Tableau 2 : Echantillon des sociétés cotées relativement à la période (2014-2019)**

| Entreprise      | Symbole | Secteur d'activité   |
|-----------------|---------|----------------------|
| Ciment du Maroc | E1      | Bâtiment             |
| Colorado        | E2      | Chimie               |
| Cartier saada   | E3      | Agroalimentaire      |
| Cosumar         | E4      | Agroalimentaire      |
| CTM             | E5      | Transport            |
| Afriquia gaz    | E6      | Pétrole/Distribution |
| IAM             | E7      | Télécommunication    |
| Label vie       | E8      | Distribution         |
| Lesieur cristal | E9      | Agroalimentaire      |
| Lafarge Holchim | E10     | Bâtiment             |
| Managem         | E11     | Mines                |
| Autohall        | E12     | Distribution         |
| Maghreb oxygène | E13     | Industrie            |
| Auto nejma      | E14     | Distribution         |
| Oulmès          | E15     | Boissons             |

L'échantillon est composé en totalité d'entreprises industrielles et commerciales, représentant les secteurs d'activité suivants: agro-alimentaire, bâtiments et matériaux de construction, transport, boissons, pétrole et gaz, mines, télécommunication, immobilier et distribution.

#### IV- Résultats empiriques

Les résultats empiriques montrent que certains indicateurs de rendement et de marché expliquent, dans des proportions différentes, les performances anormales des sociétés cotées. Il y a lieu d'observer que sur la totalité de l'échantillon, le taux de rendement industriel et le

¹ Cf. le site des Autorités Marocaines des Marchés de Capitaux

² [www.Casablanca-bourse.com](http://www.Casablanca-bourse.com)

<http://revues.imist.ma/?journal=REGS>

taux de rendement économique (déterminé avant ou après flux calculés) n'expliquent aucunement les rentabilités anormales des titres ; le ratio de student des coefficients de régression n'est pas significatif au seuil de 5% ( $|t| < 2,132$ ). Il en est ainsi pour la statistique de Fisher, non significative au seuil de 5% ( $F < 2,132$ ).

De même, Il paraît que les rendements résiduels des actions ne montrent aucune sensibilité aux indicateurs de marge (taux de marge brute d'exploitation et taux de marge industrielle) ni à la croissance du chiffre- d'affaires. Leur capacité explicative des rendements anormaux demeure insignifiante. Les coefficients de détermination  $R^2$  sont très faibles, soit 0.67% pour le taux de marge brute d'exploitation, 5.18% pour le taux de marge industrielle et 0.021% pour le chiffre- d'affaires.

Le même constat peut être observé pour certains indicateurs de marché à savoir le taux de prélèvement et la croissance du dividende, dont le contenu informationnel reste sans incidence aucune sur le comportement des cours. La statistique de student des coefficients de régression de ces indicateurs n'est pas significative au seuil de 5%. Le coefficient de détermination est de l'ordre de 1% pour le taux de prélèvement et de 3.9% pour la croissance du dividende (la majorité des entreprises de l'échantillon adoptent une politique de dividende stable). Cependant, La capacité de certains indicateurs à expliquer les rendements anormaux des titres financiers paraît très significative. Ces indicateurs concernent en particulier :

- Les indicateurs de rendement (taux de rendement financier avant et après flux calculés) ;
- les déterminants de rentabilité (variation relative du résultat brut d'exploitation, variation relative du résultat d'exploitation et variation relative du résultat courant) ;
- les indicateurs boursiers (variation du bénéfice par action, taux de distribution, bénéfice par action, croissance du résultat).

En principe, une «bonne» nouvelle doit impacter favorablement le rendement des titres. Inversement, une «mauvaise» nouvelle est supposée influencer défavorablement les rendements boursiers.

Les indicateurs de rendement, notamment le taux de rendement financier avant et après flux calculés, semblent apporter de bonnes nouvelles et s'associent positivement aux rendements anormaux des actions. Leur pouvoir explicatif des rendements résiduels est significatif eu égard des coefficients de détermination  $R^2$ , soit 64% pour le taux de rendement financier après flux calculés et 66% pour le taux de rendement financier avant flux calculés. Le taux de rendement financier constitue un bon indicateur de la capacité des capitaux propres à générer des cash-flows. Les opérateurs financiers semblent accorder un intérêt particulier au rendement financier des sociétés. Ces deux indicateurs de rendement paraissent impacter la décision des investisseurs.

Les indicateurs explicatifs des conditions d'exploitation, c'est-à-dire la variation du résultat brut d'exploitation, la variation du résultat d'exploitation et la variation du résultat courant, expliquent faiblement les rendements anormaux des titres financiers. Les coefficients de détermination sont respectivement de 17% pour la variation du résultat brut d'exploitation, 12% pour la variation du résultat d'exploitation et 13% pour la variation du résultat courant. Leur association positive aux rendements anormaux montre que ces indicateurs véhiculent de bonnes nouvelles mais qui demeurent insuffisantes pour influencer notablement sur la décision des investisseurs.

D'après les résultats générés, il paraît que les indicateurs de marché disposent d'un pouvoir explicatif très modeste. Il semble que les investisseurs accordent un intérêt mineur aux indicateurs boursiers. Cela s'explique en particulier par la décroissance qui marque la majorité des variables de résultat et de marché comme le résultat brut d'exploitation, le résultat d'exploitation, le résultat courant, le résultat net, le bénéfice par action, le taux de distribution et la croissance du dividende. Les résultats montrent que le contenu informationnel de la variation du bénéfice par action est relativement faible. Le coefficient de détermination est de l'ordre de 15%. Il en est ainsi de la croissance du résultat dont le  $R^2$  est de 16%.

Le même constat peut être observé dans le cas du taux de distribution qui semble avoir une capacité explicative très modeste. Le  $R^2$  de la régression des taux de distribution sur les rendements anormaux est de l'ordre de 9%. Seul le bénéfice par action présente un pouvoir explicatif significatif et se situe à 21%. Les indicateurs boursiers semblent s'associer

positivement aux performances anormales des sociétés. Le bénéfice par action, la variation du bénéfice par action et le taux de croissance du résultat paraissent influencer, même si à un degré relativement faible, sur la décision des investisseurs. Le tableau ci-dessous indique les variables explicatives des rendements anormaux ainsi que la nature de leur influence sur le rendement boursier des titres financiers.

**Tableau 3: variables explicatives des rendements boursiers**

| <i>Indicateurs financiers</i>                          | <i>R<sup>2</sup></i> | <i>R<sup>2</sup>ajusté</i> | <i>t de student</i> | <i>F de Fisher</i> | <i>Nature d'association</i> |
|--|----------------------|----------------------------|---------------------|--------------------|-----------------------------|
| <b>* <u>Indicateurs de rendement</u></b>               |                      |                            |                     |                    |                             |
| - Taux de rendement financier après flux calculés      | 0.63616              | 0.27233                    | 0.96052             | 1.7485             | Association positive        |
| - Taux de rendement financier avant flux calculés      | 0.66315              | 0.55087                    | 1.23581             | 5.90603*           | Association positive        |
| <b>* <u>Indicateurs de variation des résultats</u></b> |                      |                            |                     |                    |                             |
| - Δ Résultat brut d'exploitation                       | 0.17063              | (0.10583)                  | 0.94928             | 0.61719            | Association positive        |
| - Δ Résultat d'exploitation                            | 0.12191              | (0.17079)                  | 2.02229**           | 0.4165             | Association positive        |
| - Δ Résultat courant                                   | 0.13239              | (0.15681)                  | 2.17703*            | 0.45777            | Association positive        |
| <b>* <u>Indicateurs de marché</u></b>                  |                      |                            |                     |                    |                             |
| - Δ du bénéfice par action                             | 0.15244              | (0.13009)                  | 2.18465*            | 0.53956            | Association positive        |
| - Taux de distribution                                 | 0.09278              | (0.20963)                  | 1.93391**           | 0.3068             | Association positive        |
| - Bénéfice par action                                  | 0.20724              | (0.05702)                  | 2.11306*            | 0.78423            | Association positive        |
| - Croissance du résultat                               | 0.15963              | (0.1205)                   | 1.72376**           | 0.56985            | Association positive        |

\* Significatif au seuil de 5%

\*\* Significatif au seuil de 10%

En somme, les résultats montrent que les indicateurs financiers qui expliquent dans de grandes proportions les performances anormales des sociétés sont les suivants :

\* Les indicateurs de rendement représentés par le taux de rendement financier après flux calculés et le taux de rendement financier avant flux calculés. Ces deux variables expliquent respectivement 64% et 66% des rentabilités résiduelles des titres financiers.

\* Les indicateurs de résultat et de marché ont un pouvoir explicatif qu'on peut qualifier de moyen. Les différents types de résultat expliquent individuellement 17%, 12% et 13% des rendements anormaux des titres et ce respectivement pour la variation du résultat brut d'exploitation, la variation du résultat d'exploitation et la variation du résultat courant.

Concernant les indicateurs boursiers, on constate que leur capacité à expliquer les résidus de rendements est individuellement de 15% pour la variation du bénéfice par action, 21% pour le bénéfice par action et 16% pour la variation du bénéfice. A un degré relativement faible, notamment en périodes marquées par la décroissance du niveau des ventes, des marges et des résultats, les acteurs financiers semblent légèrement intéressés par les ratios de résultat et les indicateurs de marché de l'entreprise. Ceux-ci ne s'accordent que faiblement avec les rendements anormaux des actions. Au contraire, ils paraissent orienter leur intérêt vers les indicateurs de rendement financier, les indicateurs d'activité, les indicateurs de politique financière et les indicateurs de politique d'investissement.

Ceci dit, on peut donc conclure à l'utilité informationnelle des indicateurs comptables et financiers en matière de valorisation boursière des sociétés. Autrement dit, les acteurs financiers semblent se baser de manière systématique sur l'information comptable contenue dans les états financiers publiés par les entreprises cotées.

### **Conclusion :**

Cette recherche contribue systématiquement à l'appréhension du processus de valorisation des sociétés cotées dans le contexte marocain. Elle s'intéresse à l'utilité de l'information contenue



dans les indicateurs comptables ainsi que leur capacité à expliquer les rendements anormaux des titres financiers.

Eu égard aux résultats obtenus, il paraît que les opérateurs boursiers marocains se réfèrent dans leurs modèles d'évaluation des performances des sociétés cotées aux informations contenues dans les états comptables. Il semble qu'ils accordent un intérêt particulier aux éléments qui décrivent l'activité, aux ratios de marge, aux indicateurs de résultat, aux déterminants des résultats ainsi qu'aux indicateurs de rendement et de marché.

Les résultats empiriques permettent donc de conclure à la pertinence des indicateurs de rendement et de marché en matière d'évaluation boursière des sociétés cotées. Les indicateurs financiers qui semblent expliquer de manière significative les rendements anormaux des actions sont comme suivants :

\* Pour ce qui est des indicateurs de résultat, il s'agit des ratios :

- Variation relative du résultat d'exploitation,
- Variation relative du résultat courant,
- Variation du bénéfice net,
- Croissance du chiffre-d'affaires.

\* Pour ce qui est des indicateurs de marché, il s'agit des ratios :

- Variation relative du bénéfice par action,
- Taux de distribution.

\* Pour ce qui est des indicateurs de rendement, il s'agit des ratios :

- Taux de rendement économique avant flux calculés,
- Taux de rendement économique après flux calculés,
- Taux de rendement financier avant flux calculés.

\* Pour ce qui est des indicateurs de marge, il s'agit des ratios :

- Taux de marge brute d'exploitation,
- Taux de marge industrielle.

**Bibliographie:**

- Ball R. et Brown P., 1968, "An empirical evaluation of accounting income numbers", Journal of Accounting Research, Autumn, pp. 159-178.
- Beaver W.H., 1968, "The information content of annual earnings announcement", Journal of Accounting Research, supplement, pp. 67-92.
- Bender A.R. et Dumont P.A., 1980, "L'analyse de la rentabilité", Direction et Gestion, n° 2.
- Boistel P., 2007, "Gestion de la communication des entreprises ; aspects théoriques et pratiques", Hermès Lavoisier, Paris.
- Borjeix B., 1986, "La cotation quotidienne suppose-t-elle une information quotidienne ? ", Analyse Financière, 3<sup>ème</sup> trimestre.
- Biraud O., 1999, "Les vecteurs de la communication financière", Analyse Financière, n° 120, septembre.
- Brown S. et Warner J., 1980, « Measuring security price performance », Journal of Financial Economics, vol. 8, pp. 205-258.
- Chambers R.J. et Penman S.H., 1984, "Timeliness of reporting and the stock price reaction to earnings announcements", Journal of Accounting Research, 22, pp. 25-47.
- Conso P. et Hemeci F., 2002, "Gestion financière de l'entreprise", 10<sup>ème</sup> édition, Dunod, Paris.
- Darne J. et Claveranne J.P., 1981, " Que signifie le bénéfice net comptable ? ", Banque, juin, n°407, pp. 751-759.
- Desbriers P., 1988, "L'effet de clientèle des dividendes sur le marché français : un test empirique", Finance, vol.9, juin n°1.
- Dumontier P., 1984, "L'impact de la stabilité des distributions de dividende sur les cours", cahiers de recherches en gestion des entreprises, n° xx, octobre.
- Dumontier P., 1985, "Le contenu informatif des distributions de dividende", Analyse financière, 2<sup>ème</sup> trimestre, pp. 87-91.
- Easton P. et Harris T., 1991, "Earnings as an explanatory variables for return", Journal of Accounting Research, spring, pp. 19-36.
- Fama E., 1965, «The behavior of stock-market prices», The journal of business, January vol.38 N°1, pp.34-105.
- Fama E., Fisher L., Jensen R., Roll R., 1968, "The adjustment of stocks prices to new information", International Economic Review, vol. 10, February, pp. 1-21.

- Hann J.C. et Wild J.J., 1991, "Stock price behavior associated with managers earnings and revenue forecasts", Journal of Accounting Research, spring, pp. 79-95.
- Hirigoyen G., 1985, "Rentabilité et solvabilité", Direction et Gestion, n°3, pp.23-29.
- Lardic S. et Mignon V., 2006, « L'efficience informationnelle des marchés financier », Ed. La Découverte, Paris.
- Lev B. et Thiagarajan S., 1991, "l'analyse de l'information financière faite par les investisseurs", Analyse Financière, 1<sup>er</sup> trimestre, pp. 41-44.
- Marrion A., 1998, "Analyse financière : concepts et méthodes", Dunod.
- Mailler J. et Remilleret M., 1994, "Analyse financière de l'entreprise", Dunod 7<sup>ème</sup> édition.
- Malkiel B., 1992, « Efficient Market hypothesis », dans Eatwell John, Murray Milgate et Peter Vewman Editions New palgrave Dictionary of Money and Finance, 3<sup>o</sup> edition, London, Macmillan.
- Martines I., 1994, "La pertinence de l'information comptable dans les rendements boursiers, étude empirique sur le marché français", Université de Toulouse 1.
- Saada T., 1993, "Politique comptable et marché de l'information", Thèse, université Paris XII Val-de-Marne.
- Saada T., 1994a, "La communication financière de l'entreprise et son impact sur l'évaluation par le marché ; une synthèse de littérature", SG n°20, pp. 85-112.
- Wilson G.P., 1986, "The relative information content of accruals and cash-flows: combined evidence at the earnings announcement and annual report release date", Journal of Accounting Research, supplement, pp. 165-200.