

Les déterminants de décision de l'introduction en bourse de Casablanca

Khalid HARRAOU¹, Yahya CHAHID², Abdelkader ELOUDRI³

^{1,2} Doctorant à l'Université Mohammed Premier, FSJES - Oujda – Maroc

³ Professeur de l'Enseignement Supérieur, Université Mohamed Premier, FSJES - Oujda - Maroc

Résumé: L'entreprise est confrontée durant ses différents cycles de vie à la nécessité de disposer des ressources nécessaires pour financer sa croissance ou diversifier ses activités. Qu'elle soit en phase de démarrage ou de consolidation, l'entreprise est en quête perpétuelle de financement pour investir : élargissement de la clientèle, développement de nouveaux produits, dépenses en recherche et développement, commercialisation et distribution, croissance externe, etc.

L'accès aux marchés boursiers permet à l'entreprise de lever des fonds, d'accroître et de diversifier les différentes sources de financement. Il permet également l'accroissement de la liquidité des titres, la diversification du patrimoine et le désengagement des titres pour les anciens actionnaires. De plus, l'entreprise cotée est perçue par le marché comme ayant atteint une dimension économique et financière la situant dans une catégorie de risque inférieure par rapport aux firmes non cotées. L'admission en bourse conduit de ce fait à la mise en place d'une politique de communication et à un effort de transparence qui ne peuvent qu'améliorer l'image et la crédibilité de l'entreprise vis-à-vis des partenaires.

Parallèlement à ces motivations, l'opération comporte des contraintes qui pèsent lourd sur tous les intervenants impliqués. L'introduction en bourse représente plus qu'une simple opération financière. Elle exige généralement de profondes réorganisations des structures organisationnelles, juridiques et comptables. Certes, l'entreprise sera obligée de distribuer les dividendes d'une manière régulière, tenir une comptabilité rigoureuse et conforme aux normes, recourir aux intermédiaires certifiés et à répondre à des exigences de transparence (publication régulière de ses comptes, de sa valeurs réel vis-à-vis du fisc...)

L'objectif principal de ce papier est d'explorer la thématique de l'introduction des sociétés marocaines en Bourses des Valeurs de Casablanca (BVC) en examinant les motivations et les obstacles de l'ouverture du capital au public, ainsi que l'identification des satisfactions et les attentes des dirigeants d'entreprises cotées.

Notre article se fera comme suit : en première partie, nous fournissons une brève revue de la littérature des déterminants de décision de l'introduction en bourse. Dans la suite de ce papier, nous nous intéresserons à la méthodologie adoptée dans le cadre de ce travail, enfin la présentation et l'interprétation des résultats empiriques de l'enquête.

Mots clés: Introduction en bourse, motivations, réticences, satisfactions, attentes.

Date of Submission: 11-09-2019

Date of acceptance: 26-09-2019

I. Introduction

Au Maroc, la croissance économique a connu une grave crise au début des années 80, qui a eu pour conséquence une détérioration importante des équilibres internes et externes. En effet, le Maroc a dû faire face à une grave pénurie de devises étrangères, il a dû faire appel au Fonds Monétaire International (FMI). Ce dernier a ordonné un plan d'ajustement structurel (PAS), basé sur la maîtrise de la demande interne, la mobilisation de l'épargne locale, l'optimisation des allocations des ressources et enfin un réaménagement du taux de change du dirham par rapport aux devises étrangères.

Une série de réformes fiscales ont été réalisées, ainsi que la déréglementation bancaire en 1991, couronnée par une nouvelle loi bancaire en 1993. La bourse des valeurs fut également réformée, et des mesures de libéralisation importantes du commerce extérieur furent prises, telles que la réduction des restrictions quantitatives et l'allègement de la protection tarifaire. La politique des changes fut également modifiée, avec en 1988 la libéralisation des opérations courantes, et en 1993 le libre accès des entreprises marocaines au marché international.

Cette stratégie de libéralisation entreprise par le Royaume s'est traduite également par la conclusion d'une série d'engagements internationaux à partir de la seconde moitié des années 90 qui marque son inscription résolue et irréversible dans un processus d'ouverture économique avec l'adhésion au GATT en 1987 et à l'OMC en 1995. Elle a été suivie par la signature d'un grand nombre d'Accords de libre-échange : Accord d'Association avec l'Union européenne (1996), Accord de libre-échange avec les États-Unis (2004), Accord de libre-échange

d'Agadir avec la Tunisie, l'Égypte et la Jordanie et la Palestine (2004), Accord de libre-échange avec la Turquie (2004).

Ce processus d'ouverture est porteur de nombreux défis et exige notamment un renforcement de la compétitivité et une mise à niveau du tissu productif national, afin de permettre aux entreprises marocaines de résister au choc de l'ouverture et de consolider leur présence sur les marchés tant intérieurs qu'extérieurs.

En effet, les entreprises ont besoin, pour survivre et assurer leur pérennité, d'innover, de se perfectionner et de s'accommoder aux évolutions technologiques. Toutes ces mutations nécessitent des fonds importants et des mécanismes souples de financement.

L'accès aux sources de financement classiques est subordonné à la capacité de l'entreprise de présenter des garanties réelles (conditions, cautions solidaires, hypothèques...etc.) hors projet ou non liées à la viabilité économique et financière de l'entreprise. Dans ce contexte, les entreprises à fort potentiel de croissance disposant d'un projet de développement solide ne devront-elles pas s'orienter vers le marché boursier pour lever des fonds

Une fois cotée, l'entreprise disposera non seulement d'un financement immédiat de ses investissements mais elle pourra aussi lever des fonds tout au long de sa vie, à travers les augmentations ultérieures du capital. Ces fonds sont utilisés, prioritairement, pour financer les opportunités de croissance future de la société et projets d'investissement y afférents. En diversifiant ses ressources de financement, l'entreprise accroît son pouvoir de négociation vis-à-vis des organismes de crédits, ce qui en retour peut lui assurer des capitaux à moindre coûts.

Néanmoins, malgré la réunion de tous les ingrédients nécessaires pour conduire les entreprises marocaines en bourse, celles-ci tardent encore à venir¹.

Certes, l'introduction en bourse représente une étape cruciale dont dépend fortement le futur de l'entreprise. Néanmoins, à l'incertitude entourant cet événement correspondent des avantages et des motivations variés démontrés théoriquement et empiriquement. L'introduction en bourse a pour vocation première d'offrir aux entreprises les moyens de se financer et de se développer. Elle donne immédiatement une nouvelle dimension à l'entreprise et lui permet d'accéder rapidement à une notoriété institutionnelle forte, à une crédibilité et un pouvoir de négociation vis-à-vis des divers partenaires.

Parallèlement à ces avantages, l'opération comporte des contraintes qui pèsent lourd sur tous les intervenants impliqués. L'introduction en bourse représente plus qu'une simple opération financière. Elle exige généralement de profondes réorganisations des structures organisationnelles, juridiques et comptables. Certes, l'entreprise sera obligée de distribuer les dividendes d'une manière régulière, tenir une comptabilité rigoureuse et conforme aux normes, recourir aux intermédiaires certifiés et à répondre à des exigences de transparence (publication régulière de ses comptes, de sa valeurs réel vis-à-vis du fisc...)

L'objectif principal de ce papier est d'explorer la thématique de l'introduction en bourse des sociétés marocaines en examinant les motivations et les réticences à l'introduction en bourse des dirigeants des sociétés marocaines et l'identification de leurs satisfactions et leurs attentes.

Notre article se fera comme suit : en première partie, nous fournissons une brève revue de la littérature des déterminants de décision d'introduction en bourse. Dans la suite de ce papier, nous nous intéresserons à la méthodologie adoptée dans le cadre de cette étude, enfin la présentation et l'interprétation des résultats empiriques de l'enquête.

II. Cadre théorique

2. Les facteurs de motivations de l'introduction en bourse

L'introduction en bourse est un moyen de se désengager rapidement et facilement de la propriété sans compromettre la pérennité de l'entreprise. C'est une solution pertinente, optimisant la sortie des fondateurs de l'entreprise candidate à l'introduction en bourse par la maximisation de la revente de leurs participations et trouver des acheteurs à un prix de marché non contestable fixé en fonction de l'offre et de la demande. Ainsi, la cotation en bourse rend les actions plus liquides et par conséquent, elle assure la mobilité du capital.

Plusieurs autres avantages sont escomptés de l'ouverture du capital au public, notamment, l'élargissement de la base d'investisseurs, la reconnaissance de la notoriété, l'image, la publicité, l'accroissement de la liquidité de l'entreprise et du pouvoir de négociation avec les banques et les organismes de crédit et l'exploitation des erreurs d'évaluation.

2.1. Diversifier les possibilités de financement de l'entreprise

L'insuffisance des fonds propres se manifeste lors de la réalisation des événements primordiaux dans la vie de l'entreprise tels que des projets d'investissements, l'extension des activités ou restructurations diverses. Le

¹ Une étude menée récemment par la bourse de Casablanca a montré qu'une personne sur vingt a déclaré savoir que la bourse servait à financer l'investissement.

financement de ces événements nécessite, généralement, un apport important de capitaux propres, car d'une part les ressources d'autofinancement, si elles existent, ne lui (entreprise) permet pas de faire face à ses besoins financiers et, d'autre part, les actionnaires sont incapables d'apporter les fonds nécessaires. Au-delà, l'entreprise fait appel à des concours extérieurs, tel que le secteur bancaire ou le marché financier et à d'autres moyens de financement pour une augmentation des fonds propres qui apparaît comme un destin à l'égard de l'insuffisance des sources internes.

Les sources de financement privilégiées ne manquent pas, qu'il s'agisse des concours fournis par les banques ou par des organismes spécialisés. Elles présentent, cependant, une double limite : d'un côté, les exigences imposées par ceux-ci ne sont pas nécessairement remplies par toutes les entreprises, de l'autre côté, les crédits en volume, comme en charge, ne peuvent dépasser certains seuils où le recours à l'emprunt ne doit pas dépasser un certain pourcentage des fonds propres. Pour ces raisons, l'entreprise doit diversifier ses sources de financements en évitant d'atteindre lesdites limites gagnant ainsi en indépendance, en flexibilité et en puissance. En outre, seule la bourse lui offre une gamme étendue des produits financiers proposés à l'épargnant en protégeant l'actionnariat d'origine de l'entreprise. Jacquillat (1989).

De ce fait, le marché boursier représente une source de financement alternative ou complémentaire d'un emprunt bancaire, apparaît souvent comme une solution évidente lorsqu'une entreprise souhaite financer son cycle d'exploitation et ses investissements. Dans ce cas, les perspectives de croissance (élargissement de la clientèle, développement de nouveaux produits, dépenses en recherche et développement, commercialisation et distribution, croissance externe, etc...) justifient pleinement la volonté de s'introduire en bourse. Aux États-Unis, l'introduction en bourse est perçue par les marchés financiers comme un signal de réussite de l'entreprise.

2.2. Assurer la mobilité du capital et garantir la pérennité de l'entreprise

La cotation en bourse est un moyen de se désengager rapidement de la propriété sans grandcoût et sans compromettre la pérennité de l'entreprise. C'est une solution pertinente optimisant la sortie des fondateurs de l'entreprise candidate à l'introduction par la maximisation de la revente de leurs participations et trouver des acquéreurs à un prix de marché non contestable fixé en fonction de l'offre et de la demande. Zingales (1995)

D'après Jacquillat (1989), les marges de manœuvre pour une entreprise non cotée sont plus faibles. En effet, le rachat des titres des actionnaires est, la plupart du temps, assuré par les autres actionnaires existants de la même entreprise ou par des investisseurs agréés par ceux-ci. Cette procédure implique une entente sur le prix de cession (difficile de négocier le prix d'une action non cotée), un temps non négligeable passé à l'administration des rachats de titres et enfin, une mise de fond réalisée par les actionnaires restants.

Les propriétaires initiaux disposent de plus de facilité pour acquérir des liquidités à des conditions clairement définies, dans des délais très courts en vue de profiter des périodes haussières et de réaliser des plus-values sur la cession de leurs titres de propriété. Par ailleurs, l'entreprise qui décide d'aller en bourse ouvre également à ses actionnaires des opportunités nouvelles de diversification. Ceci peut être réalisé par le désinvestissement direct de l'entreprise en question et par le réinvestissement dans d'autres actifs. Tarek Miloud (2003).

Néanmoins, en permettant à de nouveaux investisseurs de participer au capital de son entreprise, le dirigeant cesse de supporter seul le risque. Par la même occasion, il libère une partie de ses engagements qu'il peut consacrer à d'autres activités ou à l'achat de titres d'autres entreprises. En outre, les actionnaires d'origines sont intéressés par cette opportunité qui leur permet de liquider une partie considérable de leurs actions dans le but de réduire les risques encourus. Hillier, Grinblatt et Titman (2002)

En plus de la liquidité et la diversification, l'introduction en bourse est synonyme de pérennisation de l'entreprise. Ce genre de problème est souvent rencontré par les dirigeants de l'entreprise (familiales en particulier). En effet, en raison des conflits et des désaccords entre les actionnaires et les héritiers, les problèmes des droits de succession peuvent se résoudre par l'introduction en bourse sans porter atteinte à la vie de l'entreprise, tout en gardant le contrôle (vendre jusqu'à 49% des actions), car il suffit simplement de vendre les titres à de nouveaux investisseurs extérieurs qui se chargeront de poursuivre l'activité de l'entreprise, si les héritiers ne veulent plus de l'affaire. Jacquillat (1989)

2.3. Accroître la notoriété et la crédibilité de l'entreprise

L'introduction en bourse est une étape importante qui valorise l'image et la marque de l'entreprise, renforce sa confiance, accroît son renom et solidifie son avenir et ses produits à l'échelle nationale et internationale. En effet, l'entreprise cotée est perçue par le marché comme ayant atteint une dimension économique et financière la situant dans une catégorie de risque inférieure par rapport aux entreprises non cotées.

L'admission à la cote se révèle ainsi pour l'entreprise, un moyen privilégié de communication, de publicité et de transparence qui ne peut qu'améliorer son image et renforcer sa crédibilité auprès de ses partenaires (banquiers, fournisseur, clients, investisseurs...) et ses salariés dans la mesure où elle confère à celle-ci un prestige et un caractère de sérieux importants.

À l'appui de ce constat, plusieurs études montrent que l'introduction en bourse peut signaler la crédibilité et la bonne qualité des produits de l'entreprise (Stoughton, Wong et Zechner, 2001), augmenter les visites des pagesweb des entreprises sur internet et attirer l'attention des médias et créer une publicité précieuse. Demers et Lewellen (2003)

L'entreprise commence à se connaître grâce aux médias et à la presse financière, et donc, le grand public et les milieux industriels commencent à la connaître. Sa crédibilité économique et financière s'en trouve augmentée, ce qui lui facilite l'accès à de nouveaux capitaux et la publicité dégagée renforce l'activité commerciale. Cette crédibilité profite le plus aux entreprises ouvertes sur l'extérieur qui souhaitent augmenter leur part de marché à l'exportation.

Pour les entreprises exportatrices, le fait d'être coté permet souvent d'augmenter les ventes car elles présentent, pour les fournisseurs et les clients étrangers, une garantie supplémentaire. En effet, l'ouverture sur l'extérieur peut influencer la décision d'introduction en bourse du moment où elle offre plus de notoriété à l'entreprise et à son produit vis-à-vis de ses partenaires étrangers.

2.4. Profiter des conditions de marché et fenêtres d'opportunité

La fenêtre d'opportunité représente la période pendant laquelle un dirigeant observe une surévaluation des titres d'entreprises comparables sur le marché boursier. Les incitations à la cotation sont plus fortes à ce moment-là, car ils considèrent que les investisseurs anticipent une future amélioration des opportunités de croissance dans un secteur donné. Ainsi, l'opportunité de cotation pendant cette période est forte, car elle leur permet de profiter de niveaux de valorisation élevés. Ritter (1991)

Les opportunités de croissance de l'entreprise devraient constituer un facteur explicatif majeur des cessions d'actions par les actionnaires d'origine. Si ces opportunités sont faibles, les cessions devraient être plus importantes, par conséquent, les actionnaires vendeurs préfèrent engranger des liquidités et diversifier leur portefeuille. En revanche, si ces opportunités sont importantes, la rétention des titres est indispensable pour profiter de la hausse future du cours des actions, consécutive à la mise en œuvre des divers projets rentables. Lelet et Pyle (1977).

D'après Helwege et Liang (2001), les actionnaires d'origine profitent de leur avantage informationnel en choisissant rationnellement la période de s'introduire en bourse en présence d'un pic de marché. Il s'agit de choisir le moment opportun et de planifier la période d'introduction afin de profiter d'une fenêtre d'opportunité où l'entreprise a une grande valeur sur le marché.

Lowry et Schwert (2002) notent que les entreprises potentiellement candidates à la cote suivent les autres entreprises appartenant au même secteur qui s'introduisent en bourse, car les interprétations vont dans le sens de l'existence de bonnes perspectives de croissance pour cette entreprise et partant pour celles du secteur.

2.5. Changement de contrôle et restructuration de l'entreprise

La structure de la propriété d'une entreprise change, se modernise et se développe au fur et à mesure qu'elle s'agrandit. À chaque étape de son cycle de vie, correspond un besoin de financement particulier où elle se trouve devant le choix de s'introduire en bourse ou de rester fermée. Ce choix est déterminé essentiellement par les coûts de production de l'information supportés par l'entreprise. Ernst (2001)

Rydqvist et Hogholm (1994) montrent que l'entreprise ne s'introduit pas en bourse que pour lever des fonds. Il existe bien d'autres déterminants qui n'évoquent pas nécessairement l'aspect financier, comme la liquidité des titres et l'augmentation du champ de financement de l'entreprise. Ces nouveaux déterminants développés naissent suite à une littérature qui considère l'introduction en bourse comme une étape dans la restructuration du contrôle et de la structure du capital souhaitée par les dirigeants d'entreprises.

2.6. Surveillance par le marché à moindre coût

Le modèle théorique de Holmström et Tirole (1993) suggère que les entreprises doivent être cotées en bourse et largement détenues par les investisseurs afin de maximiser la liquidité du marché et la crédibilité de l'information dans le cours, de sorte que les spéculateurs puissent se livrer à une recherche continue d'information indispensable pour exercer la surveillance de l'entreprise. L'idée du modèle stipule que la structure de propriété d'une entreprise influence la valeur du mécanisme de surveillance de marché via son incidence sur la liquidité et l'efficacité informationnelle des prix.

Ces auteurs considèrent l'exemple d'un actionnaire dirigeant, adverse au risque, ayant un horizon d'investissement à long terme et détenant une part importante du capital d'une entreprise. Lors de la décision de réduire sa participation, il s'ensuit un échange actif des titres de l'entreprise et une amélioration de la liquidité du marché.

Par ailleurs, l'accroissement à la fois du volume considérable de titres échangés pour la liquidité et du nombre d'investisseurs pressés sur le marché, il en résulte une augmentation de la valeur marginale de

l'information privée pour l'agent informé (spéculateur), donc une surveillance et un volume d'échange accru de leurs parts, augmentant ainsi le contenu informationnel des prix de marché.

2.7. Développer l'actionnariat salarié de l'entreprise

La plupart des entreprises introduites en bourse gardent une partie de l'opération à leurs salariés et leurs donnent ainsi la possibilité de devenir actionnaires. Ce système de participation permet une mobilisation et une motivation des ressources humaines qui ne se dément pas. Il permet aussi à l'entreprise, de trouver et de garder à bon compte les personnes essentielles à son management.

En effet, lors d'une introduction en bourse, la quasi-totalité des salariés souscrivent aux titres de leur entreprise, ce qui contribuera à la fidélisation du personnel. La période² de blocage imposé par le régime fiscal et social peut constituer un atout pour fidéliser les salariés de l'entreprise toute en évitant des cessions intempestives lors des premières semaines de cotation, venant perturber la tenue de marché.

2.8. Bénéficiaire d'incitations fiscales conséquentes

Les incitations fiscales trouvent leur justification dans les effets positifs multiples supposés être engendrés par leurs institutions. Ces effets englobent, la dynamisation de l'activité économique, les externalités positives dans le cas de nouveaux investissements et une amélioration des conditions de vie dans le cas d'incitations à objectifs sociaux.

L'introduction en bourse d'une entreprise permet de bénéficier d'un statut fiscal particulier et avantageux. En France, un dispositif fiscal a été créé visant à favoriser le développement et la croissance des marchés financiers dédiés aux petites et moyennes entreprises et en particulier à Alternext, en permettant aux entreprises détentrices des participations dans des entreprises admises à la cotation sur un tel marché de bénéficier pleinement par anticipation de la réforme du régime des plus-values de long terme sur titres de participation.

En dépit de ces nombreux avantages de l'introduction en bourse, des contraintes à devenir public se profilent. Les dites contraintes peuvent être perçues comme des inconvénients de l'introduction en bourse.

III. Les facteurs de réticences de l'introduction en bourse

L'accès au marché public est une étape coûteuse pour une entreprise. Elle est considérée dans la terminologie anglo-saxonne comme la transformation d'une entreprise fermée en une entreprise ouverte, ce qui nécessite un ensemble de transformations pour faire face aux exigences des autorités des marchés financiers. Autrement, c'est un processus de restructuration juridique et financière qui engendre des coûts directs et indirects. Ritter (1987).

3.1. Les coûts préalables à l'introduction en bourse

L'opération d'introduction en bourse exige pour l'entreprise émettrice une certaine préparation, entre autres une réorganisation juridique et structurelle, comptable, organisationnelle et une stratégie de communication financière afin de se conformer à certaines dispositions du marché. Cette préparation préliminaire engendre des coûts pour l'entreprise, elle se voit dans l'obligation de modifier ou d'ouvrir son capital pour avoir un plus grand nombre d'actions ou encore de changer de forme juridique. L'entreprise doit lever certains préalables, pour être sûre que l'introduction se passera dans les meilleures conditions. Il s'agit notamment de :

3.1.1. Mesurer les conséquences du choix de l'introduction en bourse en fonction des objectifs

Les entreprises qui ambitionnent de s'introduire en bourse communiquent très fortement en amont de l'opération afin d'attirer suffisamment les investisseurs, de se faire connaître et de bénéficier d'une introduction réussie. Une introduction ratée peut affecter l'entreprise cotée pendant des années.

Les managers doivent prendre en considération tout ce que cela va représenter comme contraintes ou dangers. Ils auront des obligations en matière d'information, de contrôle des comptes ou de politique de distribution de dividende. De plus, à terme, ils peuvent perdre le contrôle de leur entreprise. C'est pourquoi il faut qu'ils soient certains de la nécessité d'une telle opération pour parvenir aux objectifs qu'ils se sont fixés pour leur entreprise, spécialement en matière de croissance.

3.1.2. Être d'accord sur une fourchette de prix

Afin d'éviter un échec retentissant, de voir le cours de bourse s'effondrer lors des premiers échanges, les anciens actionnaires doivent se mettre d'accord sur une fourchette de prix acceptable afin que personne ne soit lésé. Il ne faut pas que le prix fixé soit trop bas, si non les anciens actionnaires qui céderont leurs actions feront

²Cinq années pour le cas du marché français

une mauvaise affaire. A l'inverse, si le prix est trop élevé, les titres ne trouveront pas de nouveaux acheteurs et l'introduction sera un échec.

3.1.3. Veiller sur l'organisation préalable de l'entreprise

L'entreprise doit être analysée afin d'apercevoir les modifications qu'il convient de lui apporter. Sur le plan juridique, un examen minutieux doit être effectué, en particulier en ce qui concerne les filiales. L'ensemble des éléments qui vont contribuer au bénéfice, doivent être regroupés au sein de l'entreprise qui va être cotée. Cette organisation doit être réalisée de préférence avant l'introduction en bourse, car celle-ci met toute initiative, de quelque nature qu'elle soit, sous les feux de projecteurs.

Sur le plan comptable, l'entreprise doit prendre un certain nombre de précautions afin de ne pas perturber les résultats une fois cotée. Il s'agit de s'assurer au niveau comptable de la connaissance et de la consistance de l'actif, ainsi que la valeur réelle de chaque élément le constituant : immobilisations, stocks, clients, engagement hors bilan, provision...

3.1.4. Le choix des auditeurs et des intermédiaires introducteurs

La qualité des auditeurs contribue à la mise en conformité de l'entreprise aux impératifs de l'introduction en bourse. Ils participent également à l'évaluation de celle-ci et à la détermination du prix d'offre. Michaely et Schaw (1995) montrent l'importance de la réputation des auditeurs : un auditeur réputé permet d'obtenir une meilleure évaluation de l'entreprise, une sous-évaluation moindre et donc un manque à gagner sur l'introduction moins important.

Les intermédiaires introducteurs sont des institutions habilitées par les autorités des marchés financiers dont la mission est d'accompagner l'entreprise lors de toutes les phases de l'opération d'introduction en bourse. L'on sait déjà que la qualité et la réputation de ce partenaire est un élément important de la réussite de l'opération. La raison en est qu'un intermédiaire réputé permet d'initier un suivi précoce des entreprises par les analystes financiers. Das, Guo et Zhang (2002).

3.1.5. Communication externe

Dans la mesure où on peut assimiler l'introduction d'une entreprise en bourse à la vente d'un produit, il faut la présenter sous son meilleur aspect. Cela nécessite une politique de communication clairement définie, que ce soit auprès des acheteurs potentiels, des intermédiaires financiers ou des analystes financiers comme auprès des clients, des fournisseurs ou du personnel. A cet effet, l'entreprise peut se faire assister par un cabinet spécialisé dans ce type de communication.

3.2. Les coûts liés directement à l'introduction en bourse

L'entreprise doit s'adapter à son nouvel environnement à travers une communication interne élargie accompagnée des réformes organisationnelles à travers les améliorations des services comptables et financiers. Ainsi, les coûts directement liés à l'introduction en bourse peuvent être distingués en quatre postes principaux :

3.2.1. La rémunération des intermédiaires financiers et des sociétés de bourse

La rémunération des intermédiaires financiers porte sur les prestations de services qu'ils offrent à l'entreprise au cours de toutes les phases de l'introduction en bourse. Ces intermédiaires accompagnent non seulement l'entreprise par des conseils, mais engagent leurs responsabilités en donnant leur quitus « due diligence » sur la qualité de l'entreprise en participant à la détermination de sa valeur et du prix d'offre et, dans certains cas achètent ces titres pour les replacer le jour de l'introduction. Das, Guo et Zhang (2002).

3.2.2. Les frais liés aux opérations de communication

Les opérations de communication s'articulent autour de la publication des notes de présentation, des brochures publicitaires et des réunions d'information. La plupart des entreprises font de leur introduction en bourse une opération publicitaire de grande indulgence pour bénéficier au maximum de l'effet de notoriété de la cotation. Divers supports sont indispensables : interviews, conférences de presse, campagnes médiatiques et prospectus...

Les notes de présentation, appelées dans le jargon boursier « prospectus » ou « notes d'information », sont obligatoires et doivent contenir les informations exigées par l'Autorité des marchés financiers. Des brochures publicitaires sont également éditées pour apporter aux investisseurs potentiels des informations financières, stratégiques et commerciales sur l'entreprise candidate. Les entreprises ont fréquemment recours à des sociétés de communication qui se chargent de la réalisation de ces publications, ce qui représente un coût non négligeable.

3.2.3. Les frais liés à la publicité financière

Outre les publications officielles au bulletin des annonces qui sont prises en charge par le syndicat bancaire, l'entreprise émettrice peut signer des contrats de publicité financière avec les supports presse et médias, qui couvriront l'opération d'introduction en bourse.

Ces contrats sont plus coûteux que celles de publicité classique, car l'information divulguée à travers ces supports est considérée par les éditeurs comme une publicité de placement des titres. Ces frais sont nécessaires pour la promotion de l'opération d'introduction en bourse, car les opérations de communication et de publicité ont un impact important sur les décisions des investisseurs. Le budget de la publicité financière liée à l'introduction en bourse peut atteindre jusqu'à 150.000 €.

3.3. Les coûts et les conséquences liés à la présence en bourse

Une fois l'entreprise cotée, les dirigeants doivent respecter des nouvelles obligations (l'obligation d'information) qui représentent un coût, afin de satisfaire les investisseurs qui leur ont fait confiance.

De plus, les autorités boursières assujettissent l'entreprise à des contraintes de publications régulières d'information et, de renseigner toute information susceptible d'affecter le patrimoine de l'entreprise. Un budget de communication est alors consacré à l'information des investisseurs à travers plusieurs supports. Les frais liés à cette publication dépendent du volume des comptes annuels à publier, plus ces derniers sont importants, plus les frais à payer sont élevés.

3.3.1. Les obligations en matière d'information

Le placement des titres d'une entreprise dans le public entraîne pour ses dirigeants des responsabilités en matière d'information. Il s'agit de l'information périodique, l'information préalable aux opérations financières et l'information permanente. Hamon et Jacquillat (2013)

Les entreprises cotées doivent publier leurs chiffres trimestriels dans un délai de quarante à cinquante jours. Ces publications doivent être réalisées au bulletin officiel de la cote accompagnées d'une note explicative. Les entreprises sont aussi tenues de publier un rapport semestriel d'activité et de résultat, de plus, elles doivent publier leurs comptes annuels.

Pour les informations préalables aux opérations financières, l'entreprise est tenue de publier au bulletin officiel de la cote une note en cas d'émission d'actions et d'obligation, un avis en cas de rachat de ses propres actions par une entreprise en vue d'une réduction de capital. Par ailleurs, elle doit établir et diffuser une note d'information visée par l'autorité des marchés en cas d'augmentation du capital, d'émission d'emprunt ou d'offre publique d'achat ou d'échange.

Enfin, l'information permanente porte à la connaissance du public tout événement de la vie de l'entreprise susceptible d'avoir une répercussion sur les cours de bourse, aussi tôt que le secret n'est plus indispensable ou dès qu'apparaît le risque de voir quelques personnes tirer avantage de renseignements jusque-là confidentiels.

3.3.2. La transparence vis-à-vis du marché et de la concurrence : perte de confidentialité

Les entreprises cotées disposent de la possibilité de faire appel public à l'épargne. Par conséquent elles sont sujettes à plus d'attention de la part des autorités du marché. Une grande transparence et lisibilité sont exigées des entreprises cotées, afin de s'assurer que l'épargne publique sera effectivement allouée à des projets rentables.

La lisibilité exige des entreprises cotées l'obligation de diffuser dans le public toute l'information pouvant affecter le patrimoine de l'entreprise, quand bien même elle peut paraître de nature confidentielle, car pouvant conférer à l'entreprise qui la détient un avantage compétitif (informations de R&D, de stratégie et d'opportunités nouvelles...)

La transparence requise par la bourse soumet les entreprises à une surveillance rigoureuse de leur situation (patrimoniale et fiscale...) rendant impossible tout comportement frauduleux de dissimulation des revenus à la taxation ou, toute attitude visant à brimer les petits investisseurs. Cette obligation de transparence vis-à-vis du marché est une contrainte coûteuse financièrement et stratégiquement pour l'entreprise.

3.3.3. Les contrats de liquidité et d'animation

Les entreprises cotées supportent les frais de tenue des titres et de courtages. En plus, sur certains marchés, les autorités boursières ajoutent aux conditions d'introduction en bourse l'obligation de signer un contrat de liquidité pour l'animation du titre coté et plus globalement pour participer à la liquidité du marché. Cette exigence de liquidité se traduit par des conditions minimales relatives à la fréquence des cotations et des échanges. La réponse à ces exigences passe par la diffusion dans le public du plus grand nombre de titres et par la confrontation du plus grand nombre d'ordres.

3.3.4. Le risque de perte de contrôle et la gestion du cours

Le risque de perdre le contrôle de l'entreprise est parmi les raisons les plus évoquées par les entrepreneurs qui refusent d'aller en bourse (Jacquillat, 1994 ; Jobard 1996, Grimblat et Titman 1998). Pour cela, certaines entreprises ne veulent pas s'introduire en bourse même si elles répondent aux exigences prévues par la loi. De plus, l'entreprise se voit obligée de consacrer une partie de son temps à la gestion du cours, car il reflète le jugement du public à l'égard de l'entreprise.

3.3. Les coûts de la sous-évaluation initiale des titres

La sous-évaluation initiale des titres (la rentabilité initiale ou « initial returns » en anglais) a été documentée dans de nombreux pays, à la fois dans les marchés développés et les marchés émergents. Bien que la sous-évaluation initiale des titres semble être un phénomène courant sur tous les marchés boursiers, son ampleur varie d'un pays à un autre.

On parle de sous-évaluation des titres en présence d'un écart négatif entre le prix de l'offre initiale et les cours qui suivent directement l'introduction (prix d'offre < premier cours) indiquant une surperformance sur le très court terme. Autrement dit, lorsque le premier cours coté est inférieur au prix d'offre, ce dernier résulte soit d'un déséquilibre entre l'offre et la demande sur le marché, soit du cours de clôture de la première journée de cotation.

La sous-évaluation participe à la diminution de la valeur de l'entreprise du moins la portion des titres cédés pendant l'introduction, par conséquent constitue un élément de coût implicite de l'introduction en bourse.

Dans ce qui suit, nous analyserons empiriquement les déterminants de la décision d'introduction en bourse au Maroc à travers une enquête réalisée en 2017 auprès de 73 sociétés marocaines cotées à la bourse des valeurs de Casablanca.

IV. Cadre empirique

1. La démarche méthodologique

Notre analyse explore l'introduction à la bourse, un événement très complexe qui met en œuvre plusieurs facteurs endogènes et exogènes à l'entreprise et, dont les implications sont considérables. En général, les recherches portant sur l'introduction en Bourse adoptent une méthodologie proche du sondage et de la modélisation.

En effet, le nombre élevé des entreprises sur les grandes places boursières facilitait de telles démarches, alors que dans le cas de la Bourse des valeurs de Casablanca (BVC) la réalité est autre (le faible nombre d'entreprises marocaines cotées) et, elle ne facilite pas une telle stratégie de recherche. La réalité de la BVC est prise en compte dans la stratégie de recherche, particulièrement dans l'élaboration du design de recherche.

1.1. Objectif de recherche

La finalité de cette recherche est de contraster, confirmer ou développer la théorie économique d'une part et, d'autre part faire des propositions aux autorités du marché boursier marocain allant dans le sens de l'amélioration de son fonctionnement, du bien-être des sociétés cotées et de l'accroissement des introductions en bourse au Maroc.

L'objectif principal de notre étude est d'explorer la thématique de l'introduction en Bourse des sociétés marocaines en examinant les motivations et les obstacles à l'introduction en Bourse des dirigeants des sociétés marocaines et l'identification de leurs satisfactions et leurs attentes.

L'enquête sur les motivations et les obstacles à l'introduction en bourse des valeurs de Casablanca a été réalisée auprès d'un nombre de 74 sociétés cotées jusqu'à 2016. On a exclu de l'enquête la société tunisienne ENNAKL. Sur 73 questionnaires envoyés, 60 étaient complets et ont donc pu être exploités, correspondant à 82,2% des entreprises marocaines sollicitées.

1.2. Instrument de collecte des données

Une méthodologie mixte de recherche, qui permet de recueillir, à la fois, de données qualitatives et quantitatives, a été utilisée. Nous avons privilégié, pour la présente enquête, le questionnaire. C'est un outil méthodologique comportant un ensemble de questions qui s'enchaînent d'une manière structurée. Pour accroître le taux de participation des sociétés cotées dans notre enquête, nous avons créé un questionnaire en ligne à l'aide du formulaire Google form³.

Nous avons réalisé des analyses descriptives, mais également des analyses basées sur la méthode du Scoring que nous avons jugées pertinentes en raison de leur intérêt pour l'étude et de la nature des questions sous forme d'échelle.

³https://docs.google.com/forms/d/e/1FAIpQLSdQ_MG9jfR2pkCHZlpeozvGcNYBSlgtTqg-IMShpuOVXWZtQ/viewform

2. Présentation, analyse et interprétation des résultats

Les résultats sont analysés par rubrique et par ordre d'apparition des items du questionnaire dans un objectif de simplification du traitement et de l'analyse.

L'approche analytique retenue, dans le cadre de cette enquête, se base sur un indice des déterminants de la décision d'introduction en bourse de Casablanca. La construction de cet indice repose sur la méthode de Scoring. Cette méthode offre la possibilité de classer les déterminants de l'introduction en bourse de Casablanca. Les questions évaluant un niveau de satisfaction du type « aucune », à « Élevé » ont été analysées sur le principe de l'échelle de type Lickert⁴, codée de 1 à 5 à chaque déterminant pour une entreprise donnée. Les questions ouvertes étaient traitées une à une par une analyse de contenu. Donc le score sera calculé comme suit :

$$\text{Score} = \frac{\text{Valeur du déterminant} - \text{Valeur minimale}}{\text{Valeur maximale} - \text{Valeur minimale}} * 100$$

Le score de chaque entreprise est calculé en tant que moyenne arithmétique simple des scores des indicateurs qui composent cette entreprise.

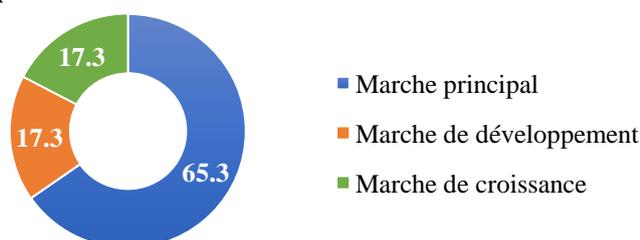
Pour chaque déterminant, un score est calculé en tant que moyenne arithmétique des scores des différentes entreprises. L'indice des déterminants de l'introduction en bourse est donc obtenu en tant que moyenne des scores des différents déterminants.

La construction de cet indice permet, ainsi, de classer, selon l'importance et les priorités des entreprises marocaines, les déterminants de l'introduction en bourse de Casablanca et terme d'avantages, réticences, coûts et satisfaction.

2.1. Description générale

La Bourse des Valeurs est un marché réglementé dans lequel sont négociées les valeurs mobilières. Elle est structurée autour de deux marchés, le marché central et le marché de blocs et elle comprend trois compartiments : le marché principal (65,3%), le marché de développement (17,3%) et le marché de croissance (17,3%).

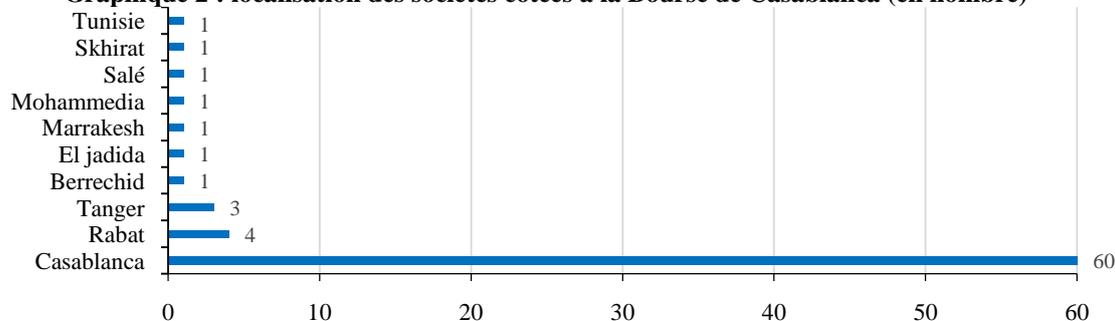
Graphique 1 : structure des sociétés cotées à la Bourse de Casablanca par compartiment (en%)



Source : Bourse des valeurs de Casablanca, Calcul des auteurs

La Bourse de Casablanca a compté 74 sociétés jusqu'à 2016. Les entreprises cotées demeurent fortement concentrées dans la ville de Casablanca soit 81,1%, suivie par la ville de Rabat 5,4% et la ville de Tanger avec 4,1%. Le reste des sociétés, soit 1,4%, sont implantées dans les villes de Berrechid, El Jadida, Marrakech, Mohammedia, Salé, Skhirat et la Tunisie (la société ENNAKL).

Graphique 2 : localisation des sociétés cotées à la Bourse de Casablanca (en nombre)

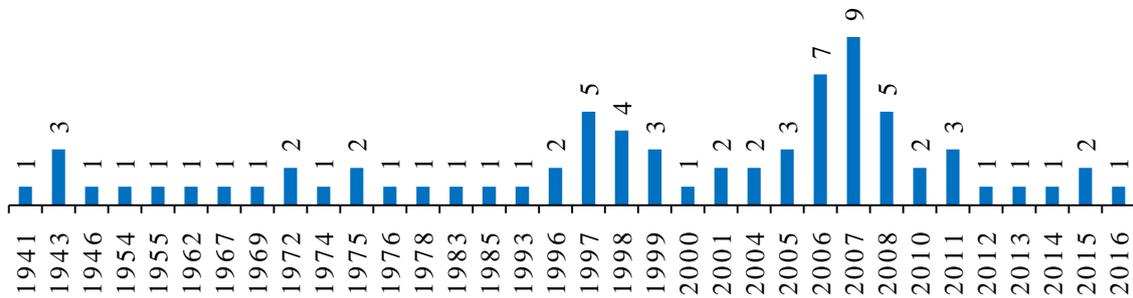


Source : Bourse des valeurs de Casablanca

⁴Une échelle de Likert est une échelle de mesure "discrète" : une évaluation sur une échelle de 1 à 5, une évaluation verbale du type faible, moyen, bon.

Le marché de la Bourse de Casablanca a connu depuis septembre 1941, 74 introductions en bourse⁵. Le graphe suivant nous résume la fréquence des introductions depuis les années 41 jusqu'à 2016.

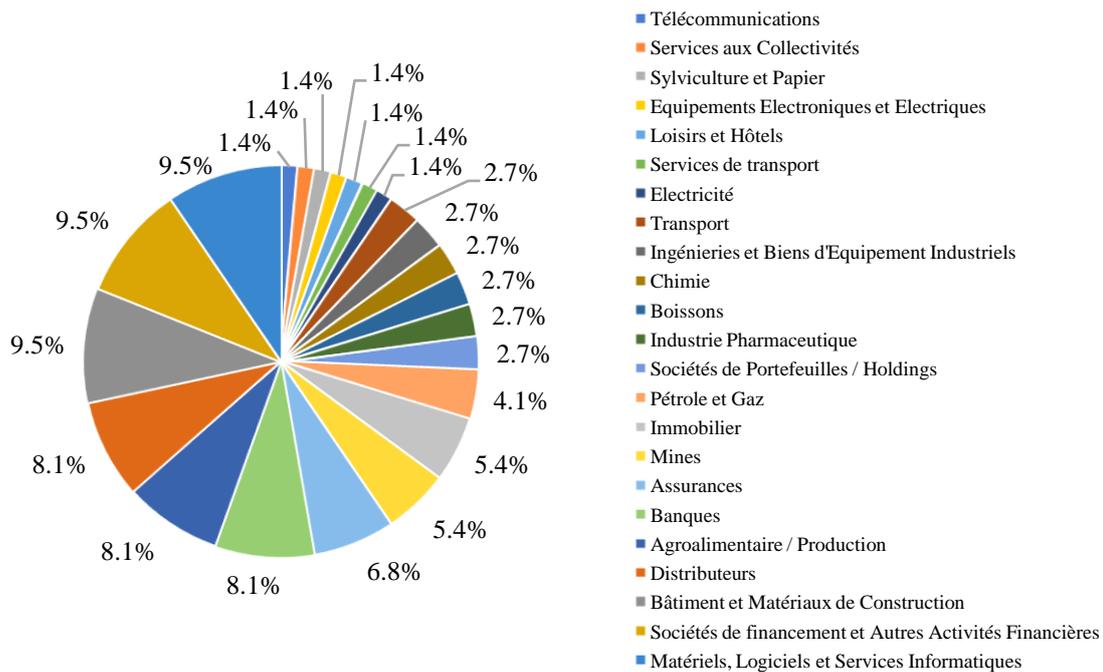
Graphique 3: répartition des introductions en bourse (1941-2016)



Source : Bourse des valeurs de Casablanca, Calcul des auteurs

Pour ce qui est de la représentativité par secteur d'activité, les sociétés des bâtiments et matériaux de construction, les sociétés de financement et autres activités financières et les sociétés des matériels, logiciels et services informatiques s'accaparent les premiers places du marché boursier marocain, soit 9,5%. Elles sont suivies par les banques, l'agroalimentaire / production et les distributeurs avec 8,1% et par l'immobilier et le secteur des mines avec 5,4%. Le reste des sociétés est répartis entre 4,1% et 2,7% et 1,4%.

Graphique 4: structure du marché boursier marocain par secteur d'activité (en%)



Source : Bourse des valeurs de Casablanca, Calcul des auteurs

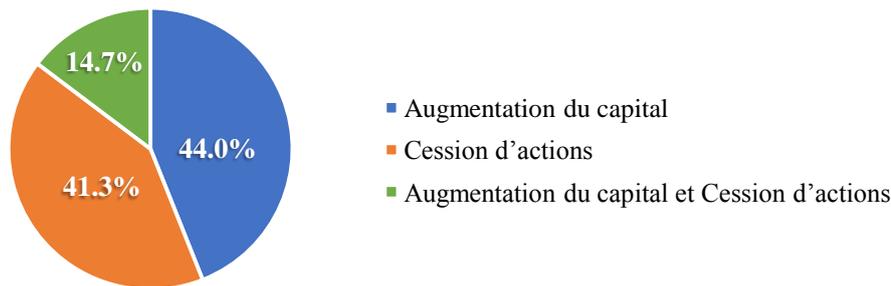
L'introduction en Bourse de Casablanca se fait de trois manières : la première étant par création de nouvelles actions par augmentation de capital⁶, soit 44% des sociétés marocaines qui ont opté pour cette entrée, la seconde consiste en une cession des anciennes actions sur le marché boursier⁷, soit 41,3%. Et enfin, par augmentation du capital et par cession d'actions et ce sont 14,7% des entreprises qui ont choisi cette introduction.

⁵ Sans compter les entreprises qui ont quitté la bourse.

⁶ L'entrée dans une société en tant qu'associé peut se faire par une augmentation du capital de la société, créant de nouvelles parts et une nouvelle répartition. Concrètement, cela se traduit par des fonds déposés sur le compte de la société par le nouvel actionnaire et donc le montant du capital change.

⁷ Par la cession d'actions, un actionnaire cède ses titres à un autre associé - déjà associé ou non - qui le remplace, en échange d'une contrepartie financière. Le capital social reste le même en termes de chiffre, seule sa répartition change.

Graphique 5: les différentes procédures d'introduction en Bourse de Casablanca (1941-2016)



Source : Note d'informations des sociétés cotées, Calcul des auteurs

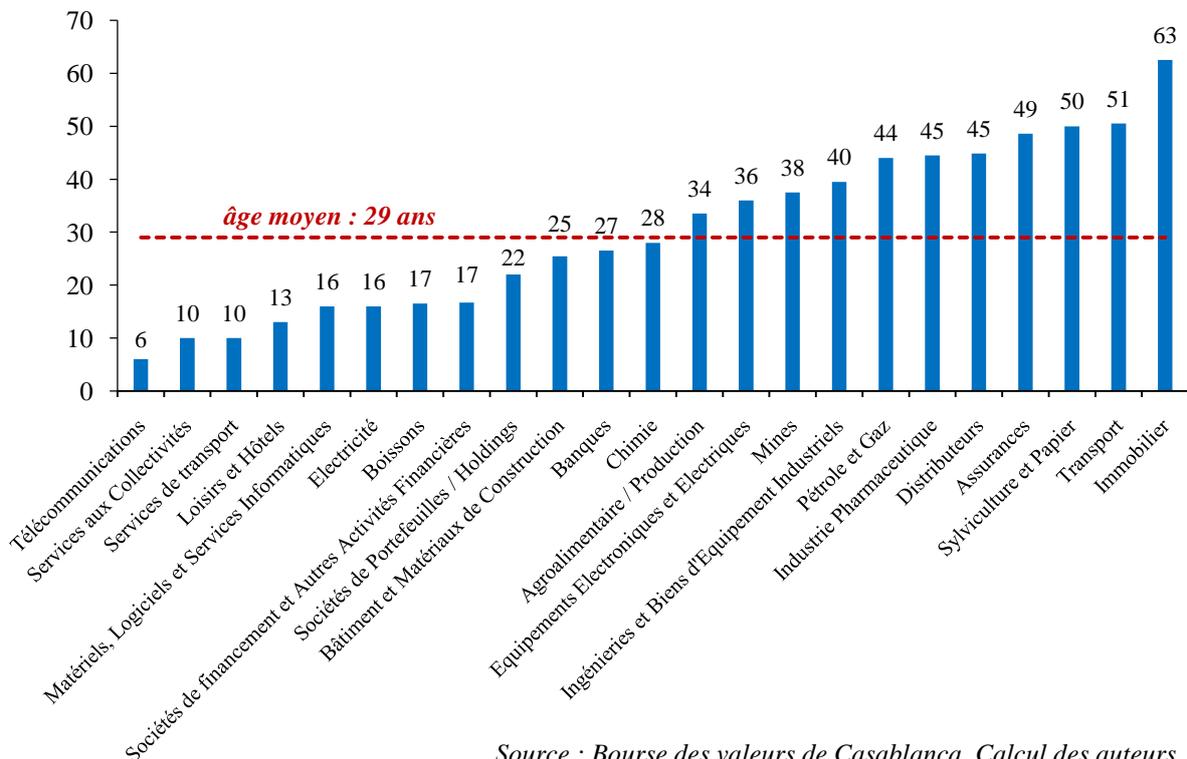
Toutes ces introductions se font uniquement par le biais des intermédiaires introducteurs en bourses qui sont les seuls agents chargés de la négociation et de l'enregistrement des valeurs mobilières, des droits s'y rapportant et des produits financiers sur la bourse des valeurs de Casablanca.

Néanmoins, l'âge moyen ou l'écart en années entre la date de création de l'entreprise et la date de son introduction en Bourse, est de 29 ans. Par secteur, le télécom demeure le premier secteur qui met moins d'année pour s'introduire en Bourse, son âge moyen est de 6 ans. Il est suivi par les services aux collectivités et les services de transport dont l'âge est de 10 ans.

Cependant, quatre secteurs mettent plus que 16 ans pour que l'entreprise, ouvre son capital au public. Il s'agit des secteurs de Loisirs et Hôtels, Matériels, Logiciels et Services Informatiques, Électricité, Boissons et les Sociétés de financement et Autres Activités Financières.

En revanche, onze secteurs dépassent largement la moyenne de l'ensemble des secteurs, allant de plus de 33 ans pour le secteur de l'agroalimentaire / Production à 62 ans pour le secteur de l'immobilier.

Graphique 6: âge moyen des sociétés cotées avant introduction en Bourse par secteur

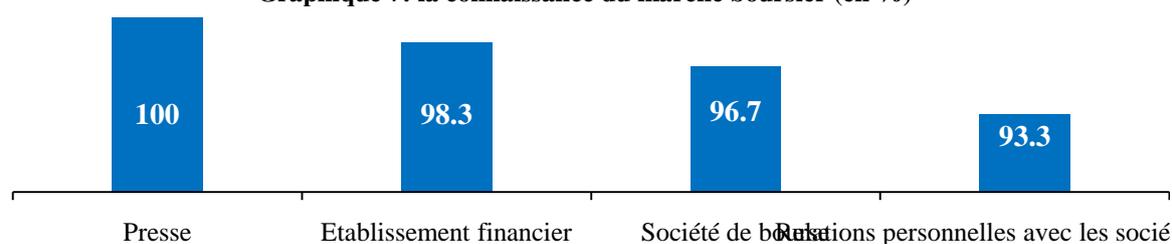


Source : Bourse des valeurs de Casablanca, Calcul des auteurs

2.2. La connaissance du marché boursier

L'enquête fait apparaître que la totalité des entreprises marocaines cotées ont pris connaissance de l'introduction en Bourse à travers la presse, soit 98,3% des établissements financiers, 96,7% des entreprises ont été informées auprès des sociétés de bourse et 93,3% provient des relations personnelles avec les sociétés cotées.

Graphique 7: la connaissance du marché boursier (en %)



Source : calcul des auteurs à partir des données de l'enquête

2.3. Les motivations à l'introduction en Bourse de Casablanca

Les motivations à l'introduction en Bourse sont déduites de la stratégie et de la politique d'investissement de l'entreprise. Les informations sont issues des notes d'informations émises lors des offres publiques de ventes qui offrent une mine d'informations qu'il convient de considérer. Parallèlement, l'enquête menée auprès de l'échantillon cible devait aider considérablement à répondre aux questionnements posés.

L'exploitation des réponses recueillis laisse apparaître la diversification des sources de financement comme étant la première motivation qui incite les sociétés marocaines à s'introduire en Bourse, soit 94,6% des entreprises questionnées. La morosité du climat économique actuel, conjuguée à des exigences plus fortes de la part des banques en matière de prêts, incite de nombreuses entreprises à diversifier leurs sources de financement s'ils veulent se doter de la flexibilité nécessaire pour accroître leur potentiel de développement.

L'avantage fiscal constitue la seconde motivation des 89,6% des sociétés interrogées. Le recours à la cotation suite à une incitation fiscale se justifie par le dégrèvement d'impôt pendant les trois ans qui suivent l'opération : une réduction de 50% si l'introduction en bourse est par augmentation de capital d'au moins 20% avec abandon du droit préférentiel de souscription, ainsi qu'une réduction de 25% si l'introduction est par cession de titres.

Par contre, elle s'élève à 50% pour celles qui décident de placer leurs actions en Bourse en augmentant leur capital d'au moins 20% à condition que les actionnaires actuels renoncent à la souscription, destinées à être diffusées auprès des investisseurs en même temps que son introduction en Bourse.

Assurer aux actionnaires des plus-values sur les titres cédés figure en troisième lieu après les avantages fiscaux avec une part de 82,1%. L'introduction en Bourse permet aux actionnaires actuels⁸ de l'entreprise de sortir en tout ou en partie de la société pour récupérer des fonds avec la possibilité d'une forte plus-value. Cette motivation traduit le nombre élevé d'introduction en Bourse par cession d'actions des sociétés interrogées, soit 33,3%, ce qui représente 26 entreprises.

De même pour l'acquisition de la liquidité pour acheter des titres, 78,8% des sociétés marocaines cotées jugent que cette motivation mérite d'être prise en compte pour ouvrir son capital au public.

S'agissant de la diversification du portefeuille des actionnaires, 78,8% des chefs d'entreprises cotées estiment que cette motivation est importante au moment de la prise de décision pour s'introduire en Bourse. Cette dernière consiste à créer un portefeuille d'actifs différents dans l'objectif de diminuer le risque lié à un seul portefeuille.

Par ailleurs, il semble que la liquidité du patrimoine est un élément clé pour les entreprises marocaines cotées, soit 74,6%. Cet avantage permettra de satisfaire les actionnaires de l'entreprise en leur assurant la liquidité de leur patrimoine avec une meilleure visibilité quant à l'évolution future de l'entreprise et l'existence d'une valeur marchande de leurs titres incontestable opposable à des tiers.

Néanmoins, l'entreprise marocaine cherche à se faire connaître auprès de sa clientèle mais également auprès de ses autres partenaires (fournisseurs, créanciers ou encore futurs investisseurs...), d'où la part importante des chefs d'entreprises qui s'attendent à l'amélioration de la notoriété de la société à hauteur de 72,9%.

En outre, 62,1% des chefs d'entreprises confirment que la cotation en Bourse garantit la pérennité de leurs sociétés. En effet, elle évite à l'entreprise tout éclatement ou dissolution suite au départ de l'un de ses actionnaires majoritaires ou bien dans certains cas de successions. Également, elle facilite l'entrée de nouveaux actionnaires dont la société pourrait avoir besoin au cours de son développement.

Au-delà de ces avantages cités et qui ont dépassé largement les 50%, ils existent d'autres motivations que l'entreprise marocaine prend en considération au moment de la prise de décision pour s'introduire en Bourse, notamment l'actionnariat salarié.

En effet, 49,2% des entreprises interrogées mettent en exergue l'importance de la participation des

⁸C'est souvent une exigence des fonds de capital-risque qui, ayant accompagné une entreprise pendant ses premières années.

salariés au capital de l'entreprise car elle permet de motiver et de fidéliser ses salariés en les faisant participer au bénéfice de la société⁹. Cette dernière manifeste sa confiance envers ses salariés et peut ainsi percevoir des gains de productivité en les impliquant davantage dans son développement.

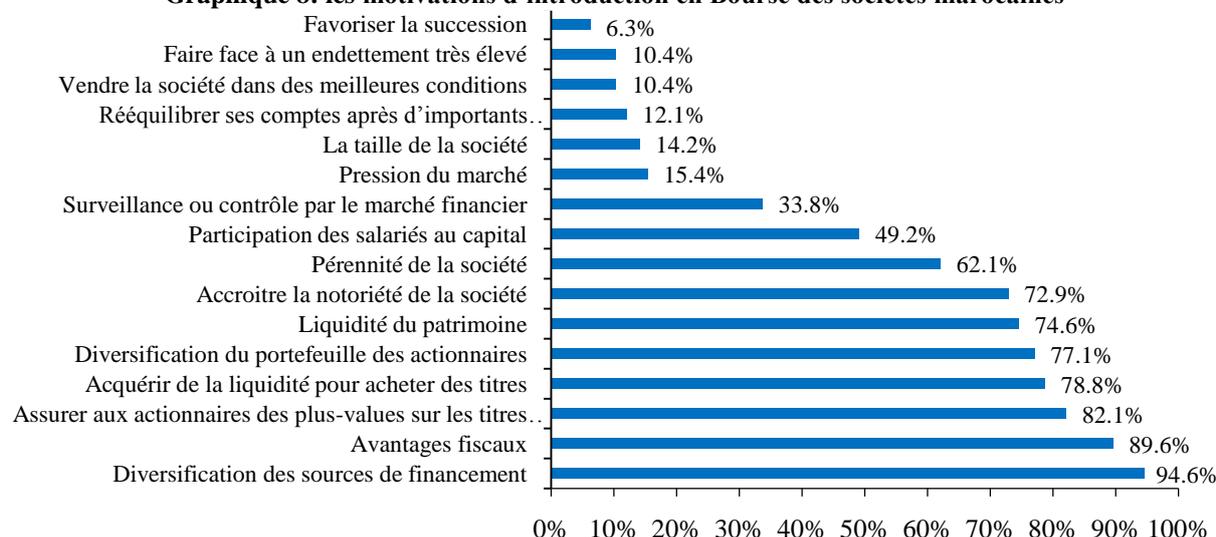
En revanche, l'inconvénient de l'actionnariat salarié peut résider dans la dilution d'une partie du capital de l'entreprise et dans la perte de confidentialité pour certaines informations qui doivent être communiquées aux actionnaires.

Quant à la surveillance ou le contrôle par le marché financier, plus de 33% des entreprises de l'échantillon estiment que cette motivation n'est pas un élément important pour s'introduire en Bourse, malgré le renforcement des autorités de marché de ses moyens de surveillance pour détecter les éventuelles infractions sur le marché grâce, notamment, au développement de ses outils informatiques.

Les résultats de notre enquête révèlent également la faiblesse de certaines motivations puisque les chefs d'entreprises n'ont pas apprécié ces facteurs. Il s'agit de la pression du marché (15,4%), la taille de la société (14,2%), rééquilibrer les comptes de l'entreprise après d'importants investissements (12,1%), vendre la société dans des meilleures conditions (10,4%) et faire face à un endettement très élevé (10,4%).

Enfin, juste 6,3% des entreprises marocaines cotées qui ont favorisé la succession et le transfert de l'entreprise, pour s'introduire en Bourse.

Graphique 8: les motivations d'introduction en Bourse des sociétés marocaines



Source : calcul des auteurs à partir des données de l'enquête

2.4. Les réticences de l'introduction en Bourse de Casablanca

Malgré les avantages non négligeables qu'elle présente, l'introduction en Bourse engendre pour les chefs d'entreprises marocains un certain nombre de contraintes dont l'importance ne doit pas être sous-estimée et qui peuvent même être considérées comme des obstacles à l'introduction en Bourse. Les entreprises marocaines cotées pensent que les coûts, la préparation de l'introduction en Bourse, le temps et l'effort consacré à cette opération sont les principaux obstacles de l'introduction des entreprises marocaines.

2.4.1. Les obstacles à l'introduction en Bourse

Les coûts et la préparation de l'introduction en Bourse constituent les principaux obstacles des sociétés marocaines cibles, soit successivement 84,2% et 80,4%. En effet, l'appel public à l'épargne coûte énormément pour l'entreprise marocaine en termes d'argent et de temps qu'il faudrait consentir au cours de l'opération. D'une part, l'entreprise va dépenser davantage pour payer les intermédiaires, les comptables, et les conseillers juridiques, et d'autre part, toute l'équipe dirigeante serait mobilisée pour la préparation de la cotation et il leur serait difficile de faire autre chose une fois le processus lancé.

Par ailleurs, 61,3% des chefs d'entreprises interrogés témoignent que les entreprises cotées sont exposées au risque de marché et donc aux fluctuations des cours boursiers, à la hausse comme à la baisse, ce qui n'est pas sans conséquences pour l'entreprise.

Néanmoins, l'entreprise marocaine qui cherche à se faire coter doit s'attendre à une perte de contrôle. C'est une conséquence logique de l'introduction en bourse et qui peut déboucher sur certains conflits d'intérêts

⁹En leur réservant une partie des titres à des conditions avantageuses.

entre les dirigeants et les nouveaux actionnaires, d'où la part importante des chefs d'entreprises qui confirment l'importance de cet obstacle au moment de l'introduction en Bourse à hauteur de 40,4%.

Les exigences imposées par la cotation en Bourse mettent en première ligne les performances passées et futures de l'entreprise et la transparence de sa gestion comme condition nécessaire pour la mobilisation des capitaux. En effet, 38,8% des entreprises marocaines cotées jugent les principales conditions relatives à l'introduction en Bourse, telles que la publication régulière des comptes et la communication financière sur les événements de l'entreprise comme contraignantes, dans la mesure où les concurrents et les éventuels associés découvrent la stratégie de l'entreprise.

En fait, la qualité des informations transmises au public doit se plier aux obligations d'informations exigées par la loi en matière de publication financière. Elles doivent être fiables et transparentes.

Toutes les mesures réglementaires sont perçues par 30,8% des chefs d'entreprises marocaines comme étant une divulgation et une attente à la confidentialité des affaires et donc un danger qui menace la pérennité de l'entreprise.

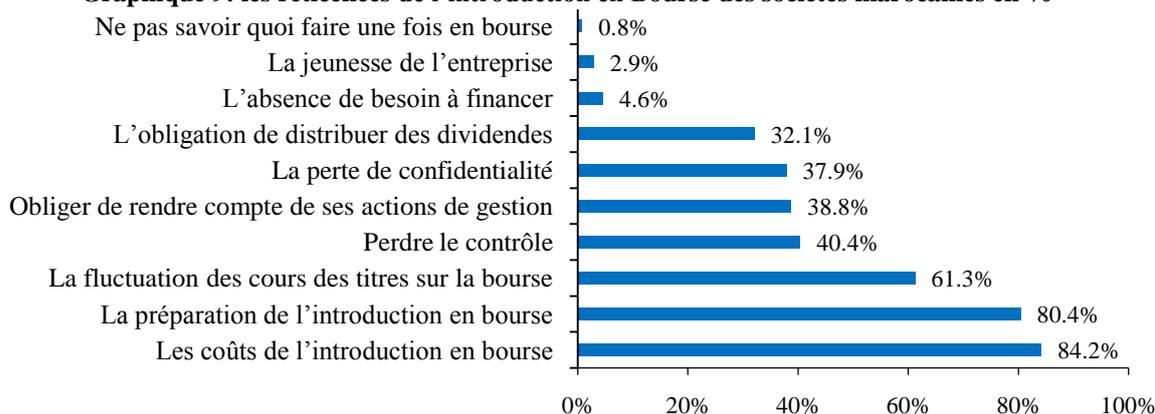
L'obligation de distribuer des dividendes demeure un autre obstacle pour les entreprises marocaines interrogées puisque 32,1% l'ont confirmé. D'ailleurs, toutes les entreprises cotées sont condamnées à réaliser un niveau de performance et de rendement satisfaisant à court terme (la société serait obligée de communiquer ses résultats semestriels et annuels).

Ceci est d'autant plus frustrant pour les gestionnaires que la baisse des résultats affichés peut résulter d'une politique dont les fruits seront récoltés à long terme.

L'appel public à l'épargne contraint donc l'entreprise marocaine à mettre en place une politique distributive de dividendes qui peut compromettre sa stratégie de financement et de développement.

Enfin, certains obstacles n'ont pas été jugés comme étant des éléments importants au moment de la prise de décision pour se faire coter à la Bourse de Casablanca. Il s'agit de l'absence de besoin à financer (4,6%), de ne pas savoir quoi faire une fois en bourse (2,9%) et de la jeunesse de l'entreprise (0,8%)

Graphique 9: les réticences de l'introduction en Bourse des sociétés marocaines en %

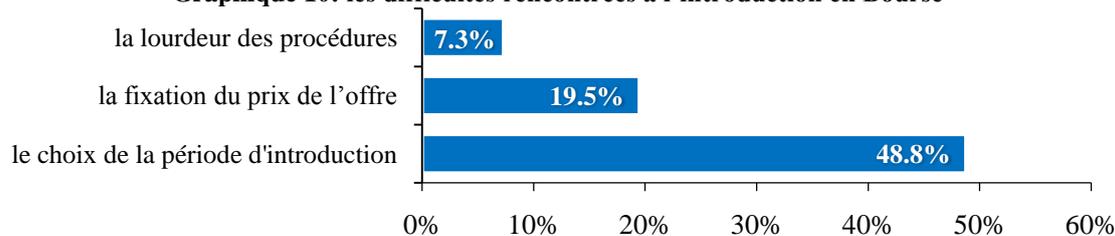


Source : calcul des auteurs à partir des données de l'enquête

2.4.2. Les difficultés rencontrées à l'introduction en Bourse

L'enquête révèle que les entreprises marocaines cotées ont rencontré des difficultés tout au long du processus de l'introduction en Bourse. Ainsi, 48,8% des chefs d'entreprises interrogés considèrent que le choix de la période d'introduction a constitué une difficulté pour s'introduire en Bourse, 19,5% que la fixation du prix de l'offre et 7,3% que la lourdeur des procédures, présentent, également des obstacles.

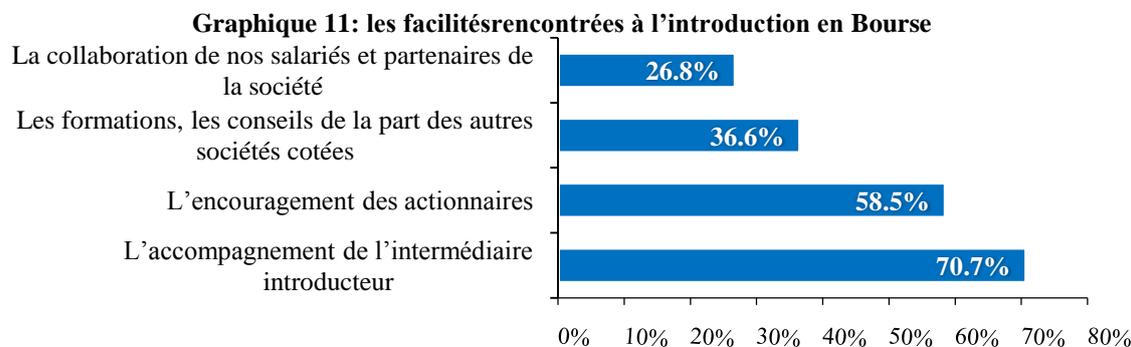
Graphique 10: les difficultés rencontrées à l'introduction en Bourse



Source : calcul des auteurs à partir des données de l'enquête

2.4.3. Les facilités rencontrées à l'introduction en Bourse

Pour les facilités que les entreprises marocaines cotées ont eues tout au long de l'introduction en bourse, 70,7% des répondants expriment leur satisfaction vis-à-vis de l'accompagnement de l'intermédiaire introducteur, 58,5% l'imputent à l'encouragement des actionnaires, 36,6% aux formations et conseils de la part des autres sociétés cotées et 26,8% sont satisfait de la collaboration de leurs salariés et partenaires de la société.



Source : calcul des auteurs à partir des données de l'enquête

2.5. Les coûts

L'introduction en Bourse se révèle être une opération très onéreuse. Les coûts de lancement comprennent non seulement les frais d'émission proprement dits, le respect des règles de bonne gestion et la constitution d'un système adéquat de Reporting. Mais aussi les coûts moins visibles et substantiels liés à la tournée de présentation, qui monopolise pendant plusieurs mois le personnel important (managers et personnel scientifique).

Les coûts d'une introduction en Bourse sont variables en fonction de la taille de l'opération, de la technique d'introduction en Bourse et du marché sélectionné, de l'ampleur donnée à la communication financière et des intervenants.

2.5.1. Les coûts préalables

48,3% des dirigeants interrogés considèrent que les cabinets d'études sont coûteux pour l'opération de l'introduction en Bourse. En termes de budget, les chefs d'entreprises estiment que ces coûts représentent 10,6%, en moyenne, du budget général consacré à l'opération de la cotation.

S'agissant des coûts préalables (réunions, assemblée générale...), 29,6% des entreprises cotées confirment le poids de ces coûts au moment de l'introduction en Bourse. Ils représentent en moyenne 9,1% du budget destinés à l'opération.

2.5.2. Les coûts directs

Concernant les coûts de l'intermédiaire introducteur (généralement la banque), 71,1% des répondants considèrent que ces coûts sont importants, soit 19,7% estimé comme budget pour couvrir ces coûts directs.

Même constat pour les coûts des sociétés de Bourse, pour lesquels 67,9% des chefs d'entreprises jugent le poids de ces coûts excessifs et qu'ils représentent 13% du budget consacré à l'opération de la cotation.

S'ajoutent à ces coûts directs, les prospectus et les notes de présentation. Ainsi, 54,2% des chefs d'entreprises interrogés les considèrent importants avec 10,1% de budget estimé pour ces coûts.

En revanche, les coûts des réunions d'informations et les publicités financières sont moins dispendieux que les coûts directs précédents, soit successivement 14,2% et 10,4%. Ils représentent en moyenne 8,9% et 8,1% du budget.

2.5.3. Les coûts postérieurs : Première année

L'enquête fait apparaître que les coûts postérieurs, après une année, sont importants pour les coûts d'obligations d'informations et les coûts liés au contrôle des comptes et acceptables pour les coûts du suivi du contrat de liquidité et la communication avec les actionnaires.

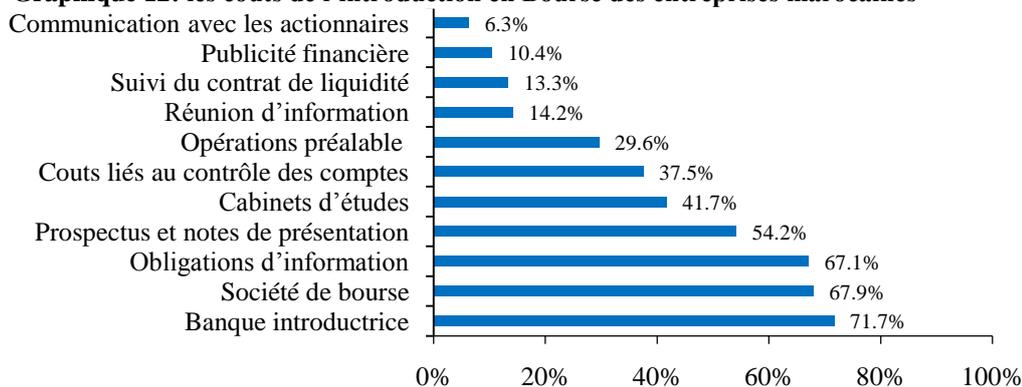
En effet, 67,1% des chefs d'entreprises marocaines cotées estiment que les coûts des obligations d'informations sont importants, représentant 11,3% en moyenne du budget général consacré à l'opération de la cotation.

Pour les coûts liés au contrôle des comptes, 37,5% des entreprises interrogées ont exprimé une opinion défavorable vis-à-vis de ces coûts, de plus ils représentent 10% en moyenne du budget.

Néanmoins, les coûts du suivi du contrat de liquidité et les communications avec les actionnaires sont moins coûteux que les coûts postérieurs précédents, soit successivement 13,3%, et 6,3%. Ils représentent en

moyenne 8,3% et 6,3% du budget général consacré à l'opération de la cotation.

Graphique 12: les coûts de l'introduction en Bourse des entreprises marocaines



Source : calcul des auteurs à partir des données de l'enquête

2.6. Satisfaction

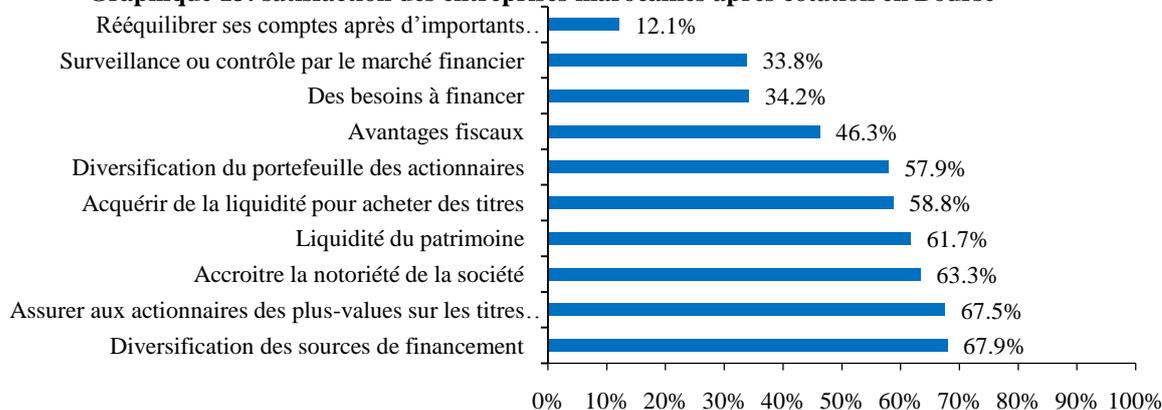
Le taux de satisfaction des sociétés cotées interrogées est relativement important, soit 50,3% des entreprises enquêtés ont exprimé leur satisfaction.

Les résultats font apparaître que 67,9% des entreprises ayant participé à l'enquête confirment leur satisfaction en ce qui concerne la diversification des sources de financement, que 67,5% sont satisfaits des plus-values réalisées sur les titres cédés, que 63,3% de la notoriété de son entreprise, que 61,7% de la liquidité du patrimoine, que 58,8% pour acquérir de la liquidité pour acheter des titres et 57,9% sont satisfaits de la diversification du portefeuille des actionnaires.

Toutefois, il ressort de l'enquête un bon niveau de satisfaction concernant les avantages fiscaux, soit 46,3%. C'est également la part de ceux qui souhaitent en profiter davantage.

Par ailleurs, l'enquête révèle que 34,2% des entreprises marocaines cotées n'ont pas tiré satisfaction des besoins à financer. Le même constat s'impose pour la surveillance ou le contrôle par le marché financier et rééquilibrage des comptes après d'importants investissements, soit successivement 34,2% et 12,1%.

Graphique 13: satisfaction des entreprises marocaines après cotation en Bourse



Source : calcul des auteurs à partir des données de l'enquête

2.6. Les attentes des entreprises marocaines

Pour les entreprises marocaines, l'introduction à la Bourse de Casablanca est un élément important d'institutionnalisation, de notoriété et de confiance. Elle va permettre à l'entreprise un plus fort ancrage dans le tissu économique marocain en associant au capital de la société de nouveaux partenaires et notamment de grands institutionnels de la place. A travers son introduction en Bourse, l'entreprise espère renforcer son ancrage dans le paysage économique s'associant au grand public.

Sur la base des réponses de l'enquête, 41,36% des chefs d'entreprises ont exprimé leur souhait de voir baisser les coûts élevés du maintien des titres à la cote.

La deuxième attente des entreprises enquêtées a trait à la formation et à l'accompagnement des nouvelles entreprises désirantes s'introduire en Bourse par les autorités du marché, bien que cette recommandation n'a été citée que par 36,7% des entreprises.

La troisième attente des entreprises de l'échantillon concerne l'animation et le contrôle du marché. En

effet 21,7% des chefs d'entreprises préconisent l'intervention des autorités du marché pour le contrôle et l'animation du marché.

S'agissant des attentes particulières vis-à-vis des intermédiaires financiers, 39,4% des chefs d'entreprises expriment leurs souhaits de former et d'accompagner les nouvelles entreprises désirant s'introduire en bourse

2.7. Conseils aux futurs candidats à la cotation en bourse

Faisant suite à la demande de conseil (formulée dans l'enquête) 66,2% des répondants ont exprimé leurs conseils aux entreprises candidates à l'introduction en Bourse pendant les trois étapes de l'introduction en Bourse à savoir :

2.7.1. Pendant la préparation de l'introduction

83,3% des sociétés cotées préconisent et conseillent les entreprises qui désirent s'introduire en bourse de choisir le bon moment pour s'introduire en Bourse.

Pour 68,3% des chefs d'entreprises interrogées, choisir son intermédiaire introducteur demeure important au moment de l'introduction en Bourse.

S'agissant des réunions avec les parties concernées par la décision de la cotation (actionnaires, conseillers juridiques et financiers), 65,0% des entreprises de l'échantillon jugent que ce conseil est important au moment de l'introduction de la société.

Par ailleurs, 53,3% des répondants ont conseillé une négociabilité des actions pendant la préparation de l'introduction.

2.7.2. A l'introduction

Au moment de l'introduction en Bourse, 71,7% des sociétés cotées préconisent et conseillent aux entreprises candidates la fixation du cours d'introduction.

En ce qui concerne la réorganisation sur les plans juridique, financier et statutaire, 63,3% des chefs d'entreprises l'ont recommandé.

En revanche, 53,3% des dirigeants conseillent les futures entreprises candidates à l'introduction en bourse de consolider leurs comptes.

Enfin, à l'introduction en Bourse, 26,7% des entreprises interrogées recommandent la publicité financière.

2.7.3. Pendant la vie boursière de la société

83,3% des sociétés cotées conseillent les futures entreprises candidates à l'introduction en bourse d'éviter les conflits d'intérêts avec les actionnaires pendant la vie boursière de la société.

Par ailleurs, 63,3% d'entre eux préconisent la définition de nouvelles stratégies et projets d'investissement.

En revanche, 33,3% des entreprises de l'échantillon incitent les futures entreprises candidates de répondre aux attentes des nouveaux actionnaires.

2.7.4. Se faire coter à nouveaux

La majorité des chefs d'entreprises interrogées confirment leurs choix de s'introduire à nouveau à la Bourse de Casablanca, ces choix sont justifiés par plusieurs points :

D'abord, 70% des entreprises interrogées jugent leur choix de s'introduire à nouveau à la Bourse de Casablanca par la diversification des sources de financement. Ensuite, 62,3% des chefs d'entreprises souhaitent revenir à la Bourse pour bénéficier des avantages fiscaux.

En revanche, 57,6% d'entre eux estiment que la liquidité du patrimoine est importante pour se coter à nouveau.

Enfin, 51,3% des répondants pensent que leurs cotations à la Bourse de Casablanca sont justifiées par l'image et la notoriété de la société.

V. Conclusion

Le marché boursier demeure l'un des moyens les plus efficaces pour assainir les comptes d'une entreprise, garantir son développement et accéder à une notoriété et crédibilité vis-à-vis des divers partenaires. Elle demeure aussi, l'un des moteurs de l'économie et une opportunité pour tout investisseur désireux de fructifier rapidement et sensiblement ses gains. Parallèlement à ces avantages, l'opération comporte des contraintes qui pèsent lourd sur tous les intervenants impliqués car elle exige de profondes réorganisations des structures organisationnelles, juridiques et comptables.

Dans le but de trouver des explications plausibles et convaincantes des déterminants de la décision d'introduction en bourse de Casablanca, on a été amené à réaliser une enquête portant sur les motivations et les réticences à la cotation auprès d'un nombre de 73 sociétés marocaines cotées jusqu'à 2016.

L'enquête a révélé que :

94,6% des entreprises marocaines s'introduisent en bourse de Casablanca pour diversifier ses sources de financement afin de financer les projets de croissance.

Les réductions d'impôt sur les sociétés (IS) ont incité 89,6% des entreprises marocaines pour s'introduire en Bourse.

40,4% des entreprises marocaines cotées confirment l'importance du conflit d'agence entre le dirigeant et les nouveaux actionnaires après cotation en bourse.

Les coûts liés à l'introduction en bourse empêchent les entreprises marocaines à franchir le pas.

En moyenne 50,3% des entreprises marocaines cotées retirent des satisfactions après introduction en bourse.

Références bibliographie

- [1]. BengtHolmstrom et Jean Tirole. (1993). « Market Liquidity and Performance Monitoring », *The Journal of Political Economy*, vol. 101, no 4, pp. 678-709.
- [2]. Bertrand Jacquillat. (1989), « L'introduction en bourse ». Editeur : Que sais-je ? Collection : Que Sais-Je, pp. 6-17. ISBN 2130461999.
- [3]. Bertrand Jacquillat, Jacques Hamon. (2013), « La Bourse ». Editeur : Que sais-je ? Collection : Que Sais-Je, pp. 28-32. ISBN 2130625517
- [4]. D Hillier, M Grinblatt et S Titman. (2002). « Financial Markets and Corporate Strategy », Second European Edition, ISBN-13 978-0-07712942-2, pp. 67-68.
- [5]. Daniel Goyeau, Amine Tarazi. (2006), « La Bourse ». Editeur : La découverte, Collection : Repères, pp. 65-68. ISBN 2707148059.
- [6]. E Demers, K Lewellen. (2003). « The marketing role of IPOs: evidence from internet stocks » *Journal of Financial Economics*, vol. 68, no 3, pp. 413-437.
- [7]. Gary Ravaz. (2003), « L'introduction en Bourse : L'expérience des chefs d'entreprises ». GualinoEditeur, Collection: City&York, pp. 32-45. ISBN: 2842004973.
- [8]. Geddes, Ross. (2003), « IPOs and Equity Offerings ». Editeur : Elsevier Science, pp. 70. ISBN 978-0-7506-5538-5.
- [9]. Goldberg-Darmon M. (2006), « L'introduction en bourse. Les nouvelles règles d'admission Euronext, Alternext », Editeur : Banque, Collection : Revue banque, pp. 45-52. ISBN 2863254626
- [10]. Hayne E. Leland et David H. Pyle. (1976). « Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation », *The Journal of Finance*, vol. 32, no 2, pp. 371-387
- [11]. Isabelle Dherment-Férère. (1999), « L'introduction en bourse ». Editeur : Editions d'Organisation, Collection : Editions Organisation, pp. 18-22. ISBN 2708124765.
- [12]. Jay R. Ritter (1991). « The Long-run Performance of Initial Public Offerings », *The Journal of Finance*, vol. 46, no 1, pp. 3-27.
- [13]. Jean Helwege, Nellie Liang. (2004). « Initial Public Offerings in Hot and Cold Markets », vol. 39, no 3, pp. 541-569.
- [14]. Kristian Rydqvist, Kenneth Högholm. (1995). « Going public in the 1980s: Evidence from Sweden », *European Financial Management*, vol. 1, no 3, pp. 287-315.
- [15]. L. Zingales. (1995). « Insider Ownership and the Decision to Go Public », *The Review of Economic Studies Limited*, pp. 425-488.
- [16]. Maug Ernst. (2001). « Optimal Ownership Structure and the Life Cycle of the Firm: A Theory of the Decision to Go Public », *European Finance Review*, no 5, pp. 167-200.
- [17]. Michelle Lowry et G. William Schwert. (2002). « IPO market cycles: Bubbles or sequential learning? », *The journal of finance*, vol. LXVII, no 3, pp. 1171-1198.
- [18]. Muriel Goldberg-Darmon. (2012), « L'introduction en Bourse. Règles d'admission et d'information Euronext, Alternext, Marché libre ». Editeur : Revue Banque, Collection : Les essentiels de la banque et de la finance, pp. 19, ISBN : 2863255819
- [19]. Ritter Jay. (1987). « The costs of going public », *Journal of Financial Economics* 19, pp. 260-781.
- [20]. Roni Michaely et Wayne H. Shaw. (1995). « The Choice of Going Public; Spin-offs vs. Carve-outs », *Financial management*, vol. 24, no 3, pp. 5-21.
- [21]. Sandy Campart, Jean-Marc Moulin. (2015), « L'introduction en Bourse ». Edition : Afnor, Collection : Droit & PME, pp. 15-23. ISBN 2124654845
- [22]. Slim Chaouani. (2010), « La performance des introductions en Bourse : déterminants et effets de la cotation sur la Place de Paris ». Editeur : UNIVERSITAIRES EUROPEENNES, Collection : OMN.UNIV.EUROPP, pp. 77-76, ISBN 6131501831.
- [23]. Stoughton, NM; Wong, KP, Zechner, J. (2001). « IPOs and product quality », *Journal of Business* vol. 74, no 3, pp. 375-408.

Khalid HARRAOU, Yahya CHAHID et Abdelkader ELOUDRI. "Les déterminants de décision de l'introduction en bourse de Casablanca" *IOSR Journal of Economics and Finance (IOSR-JEF)* , vol. 10, no. 5, 2019, pp. 19-36.