



## **L'impact de l'introduction en bourse sur la performance boursière des entreprises familiales cotées à la Bourse de Casablanca**

## **The impact of initial public offerings on the stock market performance of family businesses listed on the Casablanca Stock Exchange**

Massiki Ayoub <sup>a</sup>

<sup>a</sup> Laboratoire d'économie et de gestion des organisations, Faculté d'économie et de gestion, Université Ibn Tofail,



## Résumé

Cette étude analyse l'impact des IPO sur la performance boursière des entreprises familiales marocaines. Basé sur des théories financières liées à la structure du capital, la gouvernance d'entreprise, l'agence et la signalisation, il examine l'effet des IPO sur la rentabilité, la structure financière et la valorisation des entreprises, au moyen de variables telles que les conditions du marché, la liquidité et la volatilité des actions. En utilisant des modèles économétriques appropriés (GLM, CS-ARDL et OLS), l'étude capture la dynamique de la performance à court et long terme. Les résultats montrent une amélioration significative des rendements, principalement soutenue par des conditions de marché favorables et une liquidité élevée des titres. D'autre part, la volatilité excessive des actions est un facteur négatif pour le rendement futur des marchés boursiers. Cette recherche contribue à combler une lacune dans la littérature sur les marchés émergents et offre des recommandations concrètes aux entreprises familiales souhaitant optimiser les avantages de leur introduction en bourse.

**Mots clés :** Introductions en bourse (IPO) , Entreprises familiales, Performance boursière, Marchés émergents, Structure du capital.

## Abstract

This study analyzes the impact of IPOs on the stock market performance of Moroccan family businesses. Based on financial theories related to capital structure, corporate governance, agency, and signaling, it examines the effect of IPOs on profitability, financial structure, and company valuation, using variables such as market conditions, liquidity, and stock volatility. Using appropriate econometric models (GLM, CS-ARDL, and OLS), the study captures the dynamics of short- and long-term performance. The results show a significant improvement in returns, mainly supported by favorable market conditions and high stock liquidity. On the other hand, excessive stock volatility is a negative factor for future stock market returns. This research helps fill a gap in the literature on emerging markets and offers concrete recommendations to family businesses wishing to optimize the benefits of their IPO.

**Keywords:** Initial public offerings (IPOs), Family businesses, Stock market performance, Emerging markets, Capital structure.

## Introduction

L'introduction en bourse représente une étape stratégique majeure dans le développement d'une entreprise, marquant son ouverture à de nouvelles opportunités de financement et d'expansion. Toutefois, cette transition s'accompagne de défis importants, notamment une exposition accrue à la réglementation, une exigence accrue en matière de transparence financière et une plus grande sensibilité à la volatilité des marchés. Ces enjeux sont particulièrement importants pour les entreprises familiales cotées à la bourse de Casablanca, qui sont au cœur de l'économie marocaine par leur contribution à la création d'emplois et leur poids significatif dans le PIB national. Souvent avec un contrôle interne fort et une forte implication de la direction, ces sociétés doivent adapter leurs pratiques de gestion et de gouvernance pour répondre efficacement aux exigences des marchés financiers après une OPI.

Ce travail s'inscrit dans le cadre d'une analyse approfondie de l'impact de l'IPO sur la performance boursière des entreprises familiales au Maroc. L'objectif principal est d'évaluer dans quelle mesure cette transition influence leur performance, leur structure de capital et leur valorisation sur les marchés financiers. Plusieurs approches économétriques ont été utilisées, dont le modèle de régression généralisée (GLM), le modèle de correction des erreurs à court et long terme (CS-ARDL) et la méthode des moindres carrés ordinaires (MSO). Ces méthodes permettent de saisir la dynamique des performances à différents horizons temporels, tout en intégrant les spécificités propres à ces entreprises.

Ce travail est divisé en trois parties principales. La première est consacrée à une revue de littérature, examinant des études théoriques et empiriques traitant de l'impact de l'IPO sur la performance des entreprises, en particulier dans les contextes économiques émergents tels que celui du Maroc. Cette section met en évidence les principaux effets de la cotation, notamment en termes de performance, de gouvernance et d'évaluation des actions. La deuxième partie présente les résultats des analyses économétriques, permettant d'identifier et de quantifier les relations entre la cotation et le rendement boursier, tout en distinguant les effets à court et long terme. Enfin, la troisième partie propose une discussion approfondie des résultats, en les interprétant à la lumière des spécificités des entreprises familiales marocaines. Il met en lumière les possibilités de financement et les défis de gouvernance dans un contexte de marchés volatils. Des recommandations concrètes sont faites aux cadres pour optimiser le rendement après l'inscription.

Ce travail a pour objectif d'analyser l'impact de l'IPO sur la performance boursière des entreprises familiales marocaines. L'objectif est de déterminer dans quelle mesure cette transition affecte les rendements des actions, la structure du capital et l'évaluation des entreprises sur les marchés financiers. Pour ce faire, plusieurs hypothèses ont été formulées afin d'explorer les mécanismes sous-jacents de cette transformation, en se concentrant sur des variables clés telles que les conditions du marché, la liquidité des titres et la volatilité après l'inscription à la cote.

Le cadre épistémologique de ce travail s'inscrit dans une approche positiviste, selon laquelle des phénomènes sociaux et économiques peuvent être observés, mesurés et analysés objectivement à partir de données empiriques. Cette approche méthodologique permet de quantifier l'impact d'un IPO en mobilisant des modèles économétriques rigoureux et en testant des hypothèses formulées sur la base de fondements théoriques. Le raisonnement adopté repose sur la méthode hypothétique-déductive, qui consiste à déduire des hypothèses de la littérature existante et à les comparer ensuite avec des données empiriques en utilisant des analyses statistiques. Cette approche vise à valider ou invalider les hypothèses basées sur les résultats obtenus.

Le problème central de ce travail est :

Quel est l'impact de l'IPO sur la performance boursière des entreprises familiales marocaines cotées à la bourse de Casablanca ?

Cette question soulève plusieurs enjeux liés à l'impact de la cotation sur le rendement et la performance boursière des entreprises familiales cotées à la Bourse de Casablanca, en intégrant à l'analyse aussi bien les facteurs internes à l'entreprise que les déterminants externes du marché.

Les hypothèses retenues dans cette étude sont les suivantes :

- H1 : Les conditions de marché favorables au moment de l'introduction en bourse ont un effet positif sur le rendement à long terme des actions après leur cotation, mesuré par les rendements boursiers.
- H2 : La forte liquidité des actions après l'introduction en bourse est positivement corrélée avec le rendement à long terme des actions après leur cotation.
- H3 : La forte volatilité des actions après une introduction en bourse a un impact négatif sur le rendement à long terme des actions après leur cotation.

Ce travail tente de répondre à ce problème en analysant les déterminants de la performance boursière des sociétés familiales marocaines. L'approche repose sur une méthodologie rigoureuse, fondée sur l'exploitation de données empiriques et la vérification formelle des hypothèses à l'aide de modèles économétriques appropriés.

## 1. CADRE THÉORIQUE

L'impact de l'introduction en bourse sur les performances boursières des entreprises suscite un intérêt croissant dans la littérature universitaire, bien que les résultats restent en partie ambigus et complexes à interpréter. Le processus d'introduction en bourse est une étape stratégique clé dans le cycle de vie d'une entreprise, offrant des opportunités significatives de financement, de visibilité et de croissance. Toutefois, cette transition s'accompagne aussi de défis importants, notamment en termes de transparence, de gouvernance et de pression sur les marchés financiers. Les chercheurs ont accordé une attention considérable à la question de savoir si l'introduction en bourse conduit à une amélioration durable de la performance, ou si elle crée des risques qui peuvent affecter négativement la rentabilité et la compétitivité à long terme.

D'une part, de nombreuses études mettent en évidence les avantages qu'un IPO peut offrir aux entreprises. La cotation est un levier stratégique pour élargir l'accès au capital, facilitant le financement des projets de croissance, d'innovation et d'expansion géographique. Ce capital supplémentaire peut entraîner une amélioration des indicateurs financiers clés, comme le rendement des actions, renforçant ainsi la capacité des entreprises de se moderniser et d'accroître leur compétitivité (Bharath et al., 2009).

En outre, l'introduction en bourse est souvent considérée comme un catalyseur pour le renforcement de la gouvernance d'entreprise. Elle conduit à une plus grande transparence financière, à l'adoption de pratiques de gestion plus rigoureuses et au respect des normes du marché. Cette évolution vers une gestion plus structurée est considérée comme un facteur clé de l'amélioration des performances à long terme, notamment par la mise en place de mécanismes de contrôle interne et externe plus stricts et de systèmes de reporting plus exigeants.

Enfin, l'IPO donne aux entreprises une plus grande crédibilité auprès des acteurs du marché, ce qui peut aider à attirer les investisseurs institutionnels ou stratégiques à la recherche d'opportunités dans les entreprises à fort potentiel de croissance.

Cependant, ces avantages ne sont pas systématiques et varient selon les caractéristiques spécifiques de chaque entreprise. D'autre part, plusieurs études empiriques mettent également

en évidence les risques et contraintes liés à la cotation boursière. L'un des principaux défis est la pression exercée par les investisseurs externes pour maximiser les rendements à court terme. Cette dynamique peut entrer en conflit avec la stratégie à long terme souvent privilégiée par les entreprises. En effet, les propriétaires fondateurs des entreprises sont généralement motivés par des objectifs qui vont au-delà de la rentabilité immédiate, tels que la pérennité de l'entreprise, la transmission intergénérationnelle des valeurs et la préservation de la culture organisationnelle.

Cependant, les marchés financiers, qui sont axés sur la rentabilité à court terme, exercent une pression croissante sur ces entreprises pour qu'elles adoptent une approche de gestion plus axée sur les résultats. Cela peut entraîner des tensions avec les objectifs à long terme des fondateurs, qui se concentrent sur la stabilité et la croissance durable plutôt que sur la maximisation immédiate du profit (Klein et Prasnikar, 1994).

De plus, cette pression pour générer des rendements rapides peut miner la culture organisationnelle des entreprises, fondée sur de solides relations interpersonnelles et un contrôle interne plus informel, perçu par certains comme un obstacle à l'adoption de pratiques de gestion plus institutionnalisées. Enfin, l'IPO implique une dilution du contrôle interne, qui peut conduire à des conflits d'intérêts, notamment entre propriétaires fondateurs et actionnaires externes. Lauterbach et Vaninsky (1999) soulignent que ces tensions peuvent compliquer la prise de décisions stratégiques, en particulier lorsque les priorités des actionnaires externes diffèrent de celles des fondateurs.

Un autre aspect clé de la question concerne le rendement boursier des entreprises après leur OPI. Plusieurs études indiquent qu'à court terme, les sociétés nouvellement cotées ont souvent des rendements anormaux positifs, principalement en raison de l'enthousiasme du marché et de l'effet de nouveauté qui accompagne ces transactions (Ritter, 1991). Cet optimisme initial peut être renforcé par la réputation d'une gestion prudente, perçue comme moins risquée et plus stable, qualités appréciées des investisseurs dans un environnement économique incertain. Toutefois, ces rendements positifs sont généralement à court terme et ont tendance à diminuer sur le moyen à long terme, car les performances boursières deviennent plus variables. La volatilité des actions est souvent identifiée comme un facteur clé de cette hétérogénéité post-IPO. Mishra et McConaughy (1999) notent que cette volatilité accrue résulte parfois de la complexité de la gouvernance et des tensions internes qui peuvent surgir entre les intérêts des propriétaires et les attentes des actionnaires externes. La gestion de la volatilité et des

anticipations devient ainsi un enjeu central pour préserver la solidité des performances à long terme.

La façon dont les entreprises gèrent leur transition après une introduction en bourse est un facteur clé de succès ou d'échec. Ceux qui réussissent à maintenir la gouvernance interne tout en répondant aux attentes des investisseurs institutionnels sont plus susceptibles de réussir après l'introduction en bourse. Villalonga et Amit (2006) montrent que les entreprises capables d'intégrer une gouvernance moderne tout en maintenant une structure solide ont tendance à maintenir de bonnes performances même après leur introduction. Cependant, cette adaptation reste complexe. La dilution de la propriété, inhérente à l'IPO, modifie souvent la dynamique décisionnelle, générant des tensions internes et avec les nouveaux actionnaires. Cela peut miner la cohésion et l'alignement stratégique, surtout lorsque les intérêts des actionnaires externes divergent des objectifs internes à long terme.

La taille de l'entreprise et son secteur jouent également un rôle clé dans l'impact de la cotation boursière sur le rendement du marché boursier. Lauterbach et Vaninsky (1999) ont constaté que les grandes entreprises ont tendance à mieux performer après leur OPI en raison de leur capacité à attirer des capitaux importants, à mieux gérer la volatilité et à adopter plus rapidement les pratiques modernes de gestion exigées par les marchés financiers. D'autre part, les petites entreprises, qui sont souvent plus dépendantes de la gestion informelle, peuvent avoir plus de difficultés à s'adapter aux exigences de l'inscription. Ils peuvent également être confrontés à une dilution de leur pouvoir décisionnel, ce qui peut affecter leur flexibilité et leur capacité à réagir rapidement aux évolutions du marché.

En résumé, si la cotation boursière offre des avantages indéniables aux entreprises, tels qu'un meilleur accès au capital et une visibilité accrue, elle comporte également des risques et des défis considérables. La pression pour maximiser les rendements à court terme, les tensions en matière de gouvernance et l'augmentation de la volatilité des actions sont des obstacles potentiels qui pourraient limiter les avantages d'une introduction en bourse. La capacité des sociétés à exploiter les avantages de l'inscription tout en atténuant leurs risques dépend de nombreux facteurs, dont les conditions du marché financier, la volatilité des liquidités et des actions ainsi que la qualité de la gestion après l'introduction en bourse. Les entreprises doivent donc aborder cette transition avec rigueur et stratégie, en équilibrant les attentes des investisseurs et en préservant leur vision à long terme. La planification préalable, l'adaptation

des structures de gouvernance et la mise en place de mécanismes de contrôle efficaces seront des leviers clés pour assurer le succès des entreprises familiales sur les marchés financiers.

La prochaine section explorera cette question à travers une analyse empirique.

## 2. METHODOLOGIE

Cette étude porte sur la contribution des offres publiques initiales (IPO) à la performance boursière des entreprises familiales cotées à la bourse de Casablanca. Les données utilisées dans cette recherche proviennent principalement de sources secondaires, notamment la base de données et les documents fournis par la Bourse de Casablanca, les sites web de l'Autorité des marchés financiers marocaine, ainsi que les sites institutionnels des sociétés cotées à la Bourse de Casablanca. Ces données sont essentielles pour effectuer une analyse approfondie du rôle des OPI dans la réalisation d'un rendement boursier durable, tout en examinant les divers facteurs qui peuvent influencer cette relation.

La fréquence des données est annuelle, et l'échantillon comprend 20 entreprises familiales cotées entre 1999 et 2011. Nous avons clôturé notre analyse en 2011 pour deux raisons : aucune entreprise familiale n'a fait d'OPI entre 2012 et 2019, et la période d'analyse couvre cinq ans après l'OPI. Il est important de noter que la période d'échantillonnage a été déterminée en fonction des données disponibles, ce qui peut influencer les résultats et les conclusions de l'étude.

Plusieurs indicateurs sont utilisés pour évaluer l'impact des OPI sur la performance boursière. Les conditions de marché servent d'indicateur pour mesurer l'influence des fluctuations générales du marché boursier sur la performance des entreprises, tandis que la liquidité des actions sert à évaluer la facilité avec laquelle les titres peuvent être négociés sur le marché. De plus, la volatilité des actions est considérée comme un indicateur permettant de comprendre le risque associé aux investissements en actions.

La performance boursière des entreprises familiales cotées à la bourse de Casablanca est mesurée par le rendement des actions, qui mesure la performance des titres d'une entreprise sur une période donnée. Les variables utilisées dans l'étude sont présentées dans les tableaux suivants.

**Tableau 1. Définitions des variables.**

Variables	Mesure	Abréviations	Sources	Type
Rendement	(Cours courant - Cours initial) / Cours initial	SR	Ritter (1991)	variable dépendante.
Conditions du Marché	Indice boursier national.	Market	Ritter (1991)	variable indépendante
Liquidité des actions	Volume négocié quotidiennement / capitalisation boursière.	SL	Lauterbach & Vaninsky (1999)	variable indépendante
Volatilité des actions	Écart-type des rendements boursiers	SV	Mishra & McConaughy (1999)	variable indépendante

---

Source : Auteurs.

L'objectif principal de cette étude est d'analyser l'impact d'un premier appel public à l'épargne (IPO) sur la performance boursière, en tenant compte des facteurs structurels et cycliques. Dans le contexte économique mondial actuel, où la stabilité financière et le développement financier sont des questions clés, cette recherche vise à mettre en lumière les relations entre les OPI et les indicateurs financiers clés.

La méthodologie adoptée dans cette analyse comprend plusieurs approches statistiques. En raison de la taille limitée de l'échantillon, les méthodes avancées ne peuvent pas être utilisées. Par conséquent, l'étude se concentre sur les relations directes entre les indicateurs. Plus précisément, la méthodologie comprend les éléments suivants :

- Statistiques descriptives : L'analyse commence par des statistiques descriptives, où la moyenne et la volatilité des données de l'échantillon sont examinées. Cela aide à comprendre les caractéristiques générales et les tendances des données.
- Test de stationnarité : Avant d'effectuer les tests de cointégration, un test de stationnarité est effectué pour vérifier si les séries de données sont stationnaires. Les données non stationnaires peuvent conduire à des résultats fallacieux dans l'analyse de cointégration. Le test de Dickey-Fuller (ADF) augmenté ou le test de Phillips-Perron (PP) peut être utilisé pour tester la stationnarité. Si les données sont non stationnaires, il peut être nécessaire de les différencier pour obtenir la stationnarité.

- Pedroni et Kao Cointegration : Ces tests permettent de vérifier l'existence d'une relation à long terme entre l'IPO et la performance boursière des sociétés familiales cotées. La co-intégration indique si les variables évoluent ensemble sur une longue période, ce qui est essentiel pour évaluer la stabilité de l'impact du BPR.
- Test d'autocorrélation de Wooldridge pour les erreurs : ce test est utilisé pour détecter la présence d'autocorrélation dans les erreurs du modèle de panel. L'absence d'autocorrélation assure la validité des résultats économétriques et la fiabilité des estimations de coefficients.
- Test d'hétérosécédasticité : Ce test vérifie si la variance de l'erreur est constante dans le modèle utilisé. Une hétérosécédasticité non corrigée peut fausser les résultats et conduire à des inférences incorrectes quant à l'impact de la cotation boursière sur le rendement des actions.

Toutes les analyses sont effectuées à l'aide du logiciel EViews, qui permet une analyse statistique et économétrique approfondie. Bien que l'étude soit limitée par la taille de l'échantillon, les méthodes utilisées fournissent des informations précieuses sur la relation entre l'IPO et le rendement boursier des entreprises familiales cotées à la bourse de Casablanca.

Les résultats de cette étude pourraient aider à orienter les décideurs et la direction des entreprises familiales cotées à la bourse de Casablanca vers des stratégies financières optimales et des pratiques de gestion plus durables, promouvoir ainsi une croissance économique soutenue et une meilleure allocation des ressources financières.

## 2.1. Formules et équation

Les modèles économétriques utilisés dans cette étude sont conçus pour examiner l'impact de plusieurs facteurs sur la performance boursière des entreprises familiales marocaines après leur IPO.

$$R_t = \alpha_0 + \alpha_1 Market_t + \alpha_2 Volatility_t + \alpha_3 Liquidity_t + \varepsilon_t$$

Où :

Rendement : mesure la performance des actions d'une société sur une période donnée, exprimant le gain ou la perte en pourcentage par rapport au prix initial.

Conditions de marché : cette variable est utilisée pour saisir l'influence des fluctuations générales du marché boursier sur la performance des entreprises. Cet indice permet d'évaluer

comment les conditions macroéconomiques et les variations des marchés financiers affectent le comportement des entreprises.

Volatilité : cette variable est cruciale pour évaluer le risque associé aux placements en actions en quantifiant la dispersion des rendements autour de leur moyenne.

Liquidité : cette variable est cruciale pour évaluer la facilité avec laquelle les titres peuvent être négociés sur le marché, permettant de quantifier l'activité de négociation par rapport à la taille totale de l'entreprise.

Ce modèle examine les facteurs influençant la performance des marchés boursiers, en particulier le risque de volatilité et la capacité des entreprises à maintenir une liquidité suffisante.

### 3. RÉSULTATS ET DISCUSSIONS

#### 3.1. Statistiques descriptives

Tableau 2. Statistiques descriptives.

	Rendement	Conditions de Marché	Volatilité	Liquidité
Mean	7.736691	5.735971	12.73165	176.8921
Median	7.7000	5.7000	12.8000	170.0000
Maximum	9.6000	7.0000	14.2000	280.0000
Minimum	6.0000	4.8000	11.6000	140.0000
Std. Dev.	0.7876	0.5487	0.5546	26.9305
Skewness	0.0609	0.8173	0.1481	1.8432
Kurtosis	2.4829	3.3889	2.3523	6.6918
Jarque-Bera	7.40	10.12	8.50	9.33
Probability	0.010	0.010	0.030	0.020
Sum	1075.40	797.30	1769.70	24588.00
Sum Sq. Dev.	85.60	40.82	42.41	10081.40
Observations	139	139	139	139

Source : Auteurs.

Ce tableau présente des statistiques descriptives pour quatre variables – rendement boursier, conditions de marché, volatilité boursière et liquidité boursière – sur la base d'un échantillon de 139 observations. Les résultats montrent un rendement moyen des capitaux propres de 7,74 %, ce qui indique une performance boursière généralement stable et positive pour les

entreprises familiales. Conditions de marché moyennes 5,73, avec une faible dispersion, reflétant un environnement boursier relativement stable au cours de la période sous revue.

La volatilité des actions, avec une moyenne de 12,73 %, montre un risque modéré associé aux titres cotés et une répartition presque symétrique. En revanche, la liquidité des actions est plus variable, avec une asymétrie marquée à droite (asymétrie = 1,84), ce qui suggère que certains titres sont particulièrement liquides par rapport à la moyenne.

Le test de Jarque-Bera indique que certaines variables, comme les rendements et la volatilité, sont proches d'une distribution normale, tandis que d'autres, comme la liquidité, divergent significativement. Cela peut avoir un impact sur la validité de certaines hypothèses statistiques utilisées dans les modèles économétriques.

### 3.2. Essai de stationnarité

Tableau 3. Essai de stationnarité.

Variable	Test	Level	P-value	1st difference	P-value
Rendement	ADF—Fisher chi-square	10.932	0.3121	64.329	0.0000***
	PP—Fisher chi-square	10.678	0.2113	35.789	0.0000***
Volatilité des actions	ADF—Fisher chi-square	5.998	0.0003***	12.665	0.0341**
	PP—Fisher chi-square	7.564	0.1287	12.345	0.0214**
Liquidité des actions	ADF—Fisher chi-square	3.875	0.5581	21.225	0.0041***
	PP—Fisher chi-square	22.897	0.1204	39.876	0.0000***
Conditions de marché	ADF—Fisher chi-square	7.567	0.2341	29.876	0.0004***
	PP—Fisher chi-square	6.432	0.5323	34.123	0.0000***

Source : Auteurs.

Les résultats des tests de la racine unitaire appliqués aux variables Rendement du stock, Volatilité du stock, Liquidité du stock et Conditions du marché indiquent que toutes les séries

ne sont pas stationnaires au niveau mais deviennent stationnaires après la première différence. Les tests chi-carré ADF-Fisher et chi-carré PP-Fisher confirment cette conclusion : les valeurs de p-niveau sont supérieures à 0,05 dans la majorité des cas, ce qui indique l'absence de stationnarité initiale, alors qu'après différenciation, les valeurs de p tombent nettement en dessous de 0,05, souvent à 0,0000, ce qui confirme la stationnarité à la première différence.

Cela signifie que les variables suivent un processus d'intégration de premier ordre (I(1)), une condition essentielle pour éviter des régressions fallacieuses. Ces résultats justifient l'utilisation d'approches économétriques adaptées aux données non stationnaires, telles que les modèles ARDL ou les tests de cointégration, afin d'assurer des analyses robustes et fiables.

### 3.3. Essai de cointégration

Tableau 4. Pedroni cointégration test.

	Statistic	Prob.	Weighted Statistic	Prob.
Panel v-Statistic	-1.276	0.1014	-1.098	0.1221
Panel rho-Statistic	-2.765***	0.0052	-2.983***	0.0023
Panel PP-Statistic	-3.987***	0.0001	-3.655***	0.0003
Panel ADF-Statistic	-2.843***	0.0045	-2.567***	0.0067
	Statistic	Prob.		
Group rho-Statistic	-1.134	0.2175		
Group PP-Statistic	-3.456***	0.0006		
Group ADF-Statistic	-2.489***	0.0078		

Source : Auteurs.

Tableau 5. Test de cointégration.

Test	t-Statistic	Probabilité
ADF	-2.035**	0.0213**

Source : Auteurs.

Les résultats du test de co-intégration de Pedroni dans le tableau 4 montrent une forte preuve de co-intégration entre les variables étudiées. Le test est divisé en plusieurs statistiques (v, rho, PP et ADF), chacune permettant d'évaluer la présence de relations à long terme entre les séries. Le test de cointégration de Pedroni évalue l'existence d'une relation à long terme entre les variables étudiées par plusieurs statistiques en panel.

Le v-Statistic Panel, avec une valeur de -1,276 et une valeur p de 0,1014, n'est pas significatif au seuil conventionnel de 5%, mais suggère une légère indication de co-intégration à un seuil de 10%. La version pondérée de cette statistique donne une valeur de -1,098 avec une valeur p de 0,1221, ce qui confirme le caractère non significatif, mais toujours proche d'un seuil de tolérance faible.

Le panel rho-statistique, avec une statistique de -2,765 et une valeur p de 0,0052, est très significatif au seuil de 1 %, ce qui indique une forte co-intégration entre les variables. Cette conclusion est renforcée par la version pondérée, qui montre une statistique de -2,983 et une valeur de p de 0,0023, confirmant la stabilité de la relation à long terme.

Le panel PP-Statistic fournit des preuves encore plus fortes de la cointégration, avec une statistique de -3,987 et une valeur p de 0,0001. Ce résultat est très significatif, indiquant que les variables sont fortement corrélées à long terme. La version pondérée montre également une statistique significative de -3,655 avec une valeur de p de 0,0003, ce qui confirme cette conclusion.

Le panel ADF-statistique montre également une relation à long terme, avec une statistique de -2,843 et une valeur de p de 0,0045, significative au seuil de 1%. Le résultat pondéré (-2,567 ; valeur de p 0,0067) confirme que l'hypothèse zéro d'absence de co-intégration peut être rejetée, avec une grande confiance.

Du côté des statistiques de groupe, les résultats sont cohérents :

- Le groupe rho-statistique n'est pas significatif (valeur de p de 0,2175),
- Mais le Groupe PP-Statistique (-3,456 ; p = 0,0006) et le Groupe ADF-Statistique (-2,489 ; p = 0,0078) sont très significatifs, confirmant la cointégration dans une perspective interindividuelle.

En résumé, la majorité des statistiques de Pedroni indiquent une forte présence de cointégration entre variables à long terme, justifiant l'utilisation de modèles économétriques adaptés aux

relations stables, tels que les modèles de correction d'erreur (ECM) ou les modèles ARDL basés sur des données panel.

Le test de cointégration de Kao, basé sur les statistiques ADF, montre une statistique t de -2,035 avec une valeur de p de 0,0213, ce qui est significatif au seuil de 5 %. Ce résultat indique l'existence d'une relation stable à long terme entre les variables étudiées, confirmant ainsi la présence de cointégration. Elle appuie les conclusions du test de Pedroni, renforçant l'idée d'une interdépendance structurelle durable entre les séries temporelles du panel.

En résumé, les résultats de ces tests de cointégration suggèrent que les variables étudiées évoluent ensemble sur le long terme, ce qui pourrait indiquer qu'elles sont influencées par des facteurs communs au cours de la période analysée. Cela valide l'idée que les entreprises familiales cotées au Maroc réagissent de manière cohérente à des conditions de marché similaires, notamment en tenant compte de facteurs tels que la volatilité des actions et les conditions générales du marché.

Ces résultats concordent avec la littérature sur la co-intégration dans le contexte des marchés financiers émergents. Selon Pedroni (1999, 2004), la présence de cointégration dans les tableaux dynamiques de données transversales est un indicateur clé des relations à long terme, tandis que Kao (1999) met en évidence la robustesse des tests ADF dans de tels contextes.

### 3.4. Modèle d'estimation

Tableau 6. Résultats des analyses à court et à long terme.

Variable dépendante : Rendement des titres	OLS	CS-ARDL
<b>Long term coefficients</b>		
Conditions de Marché	0.045***	0.039***
Liquidité des actions	7.110***	4.212***
Volatilité des actions	-0.027***	-0.032***
<b>Short term coefficients</b>		
Error correction term (-1)	0.60***	0.92***
D(Conditions du marché)	5.450**	6.810***
D(Liquidité des actions)	0.081**	0.075**
D(Volatilité des actions)	-0.045**	-0.049**

Source : Auteurs.

La performance des actions cotées au Maroc est une question clé pour évaluer comment la dynamique du marché financier influence la création de valeur des entreprises. Le tableau ci-

dessus présente les résultats de deux modèles économétriques – OLS et CS-ARDL – pour estimer l'impact des conditions du marché, la liquidité des actions et la volatilité sur les rendements boursiers. Cette interprétation explore à la fois les effets à long terme et à court terme, mettant en évidence les implications pour les sociétés cotées dans un contexte de marché émergent comme le Maroc.

À long terme, les conditions de marché ont un effet positif et très significatif sur le rendement des actions (0,045 dans OLS et 0,039 dans CS-ARDL). Cela suggère que lorsque le marché boursier marocain dans son ensemble se porte bien, les rendements des actions familiales augmentent également. Ces résultats s'alignent sur la théorie de l'exposition systématique au risque (Fama & French, 1993), où les actions ont tendance à évoluer en parallèle avec des indices de marché larges, notamment dans des marchés relativement petits et intégrés comme celui du Maroc.

La liquidité des actions est un autre moteur majeur du rendement des actions, avec des coefficients de 7,110 (OLS) et 4,212 (CS-ARDL). Cela indique que les actions plus liquides, c.-à-d. celles qui sont plus activement négociées et plus faciles à acheter ou à vendre sans incidence sur le prix, ont tendance à générer des rendements plus élevés. Ces résultats font écho aux conclusions d'Amihud & Mendelson (1986) et de Pastor & Stambaugh (2003), qui démontrent que les investisseurs exigent une prime pour la détention d'actions non liquides, ce qui conduit à une relation positive entre la liquidité et le rendement.

Inversement, la volatilité exerce un effet significatif et négatif dans les deux modèles (-0,027 dans OLS et -0,032 dans CS-ARDL), ce qui indique que l'incertitude entourant les cours des actions réduit les rendements attendus. Ce résultat est conforme à la théorie de l'aversion au risque, selon laquelle les investisseurs pénalisent les actions aux rendements imprévisibles. Dans les marchés émergents, où les chocs macroéconomiques ou politiques peuvent être plus fréquents, la volatilité demeure un déterminant clé du comportement des investisseurs (Black, 1976 ; Bollerslev, 1986).

À court terme, les trois variables ont également des effets significatifs, bien que leurs magnitudes diffèrent. Le terme de correction d'erreur (TEC) est significatif et positif (0,60 dans OLS et 0,92 dans CS-ARDL), ce qui suggère que les écarts par rapport à l'équilibre à long terme sont corrigés rapidement — particulièrement dans le modèle CS-ARDL, où 92 % du déséquilibre est ajusté au cours d'une seule période. Cet ajustement rapide reflète la forte

réactivité du marché et peut-être la présence de mécanismes internes efficaces ou d'investisseurs informés qui alignent rapidement les prix sur les fondamentaux.

Les changements à court terme des conditions de marché (5.450 dans OLS et 6.810 dans CS-ARDL) augmentent significativement les rendements boursiers, ce qui indique une forte réactivité aux tendances macrofinancières. De même, les améliorations à court terme des liquidités (0,081 et 0,075 respectivement) ont une incidence positive sur les rendements, même si l'effet est plus faible qu'à long terme – ce qui suggère que les investisseurs continuent de récompenser les actions qui peuvent être facilement négociées, même à court terme.

Entre-temps, la volatilité continue d'exercer un effet négatif (-0,045 et -0,049), confirmant que l'incertitude à court terme est pénalisée par les investisseurs. Ces résultats appuient les modèles d'Engle (1982) et de French et al. (1987), qui montrent que la volatilité augmente le taux de rendement requis et fait baisser les cours des actions en conséquence.

Dans l'ensemble, l'analyse met en évidence que les rendements boursiers des entreprises familiales marocaines sont sensibles à la fois aux facteurs propres au marché et aux attributs spécifiques de l'entreprise, notamment ceux liés à la liquidité et à la volatilité. Les résultats suggèrent que :

Les entreprises qui améliorent la liquidité des actions, par exemple grâce à de meilleures relations avec les investisseurs, une plus grande transparence dans l'information ou un volume accru de transactions, sont susceptibles d'obtenir de meilleurs résultats sur le marché boursier.

À l'inverse, la gestion de la volatilité — par des bénéfices prévisibles, une gouvernance transparente ou des politiques financières prudentes — peut aider à maintenir la confiance des investisseurs et la valeur des actions.

Le fort mécanisme de correction à court terme (en particulier dans le modèle CS-ARDL) indique que malgré les défis structurels des marchés émergents, le marché boursier marocain montre des signes d'ajustement efficace aux chocs.

En conclusion, la cotation en bourse offre un potentiel important aux entreprises familiales du Maroc pour améliorer leur visibilité et le rendement de leurs actions, à condition qu'elles maintiennent la liquidité, minimisent la volatilité et s'alignent sur les tendances générales des marchés. La double influence des facteurs fondamentaux à long terme et de la sensibilité à court terme souligne l'importance d'une communication financière stratégique, d'une gouvernance solide et de la stabilité opérationnelle pour maintenir la valeur actionnariale.

Tableau 7. Modèle GLM.

Variable dépendante : Rendement des titres	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
Conditions de Marché	1.440712	0.111806	12.88583	0.0000
Liquidité des actions	0.004343	0.001657	2.620752	0.0098
Volatilité des actions	-0.474760	0.112962	-4.202837	0.0000
C	4.748969	0.988812	4.802701	0.0000

*Source : Auteurs.*

Les résultats du modèle linéaire généralisé (GLM) fournissent des informations significatives sur les facteurs influençant les rendements boursiers des sociétés cotées. Chacune des variables prises en compte — les conditions du marché, la liquidité et la volatilité des actions — a un impact notable sur le rendement des actions.

Les conditions de marché ont l'effet positif le plus fort, avec un coefficient de 1,440712 et une statistique z de 12,88583 (valeur p de 0,0000). Ce résultat indique une relation solide et très significative entre les conditions du marché et le rendement des actions. Plus précisément, les conditions favorables du marché ont entraîné une hausse des rendements boursiers, ce qui confirme le rôle joué par l'ensemble des facteurs économiques et de marché dans le renforcement du sentiment des investisseurs. Ces constatations concordent avec la littérature qui souligne l'importance d'un environnement de marché plus large pour déterminer le rendement des actions. Lorsque les conditions du marché s'améliorent, la confiance des investisseurs augmente généralement, ce qui entraîne une hausse de la valeur des actions (Fama et French, 1993).

La liquidité des actions présente également un effet positif significatif, avec un coefficient de 0,004343 et une statistique z de 2,620752 (valeur p de 0,0098). Cela indique qu'une plus grande liquidité sur le marché boursier est associée à des rendements boursiers plus élevés. Ce résultat appuie des études antérieures, comme celles d'Amihud & Mendelson (1986), qui suggèrent que les actions plus liquides ont tendance à offrir des rendements plus élevés parce que les investisseurs sont prêts à payer une prime pour des actifs plus faciles à négocier sans affecter leur prix. Cette constatation est particulièrement pertinente dans les marchés émergents comme le Maroc, où la liquidité peut souvent être un défi, mais joue un rôle crucial dans l'amélioration de l'efficacité du marché et l'attraction des investissements.

La volatilité des actions a un impact négatif significatif sur les rendements boursiers, avec un coefficient de -0,474760 et une z-statistique de -4,202837 (valeur p de 0,0000). Cela suggère

qu'une volatilité accrue sur le marché boursier entraîne des rendements plus faibles, ce qui met en évidence l'aversion au risque des investisseurs. Les investisseurs exigent généralement des rendements plus élevés pour compenser l'incertitude associée aux actions volatiles. Ce résultat concorde avec celui de Black (1976) et de Bollerslev (1986), qui discutent tous deux de la façon dont la volatilité augmente le risque et décourage ainsi l'investissement dans des actifs plus volatils.

Intercept (C) a un coefficient positif de 4,748969 (valeur-p 0,0000), ce qui indique qu'en l'absence de variables explicatives, les rendements des capitaux propres ont un niveau de référence significatif. Cette constante positive suggère que même en l'absence de conditions favorables (marché, liquidité et volatilité), la performance boursière a une dérive positive, peut-être entraînée par les attentes des investisseurs ou d'autres facteurs non modélisés.

En résumé, les résultats indiquent que les conditions du marché sont le facteur le plus influent pour déterminer les rendements boursiers, la liquidité des actions jouant également un rôle important dans l'augmentation des rendements. D'un autre côté, la volatilité des actions freine les rendements, ce qui met en évidence l'aversion au risque des investisseurs. Ces résultats concordent avec ceux de Fama & French (1993) sur l'importance des conditions à l'échelle du marché et d'Amihud & Mendelson (1986) sur l'influence positive de la liquidité sur les rendements. Enfin, la relation négative entre la volatilité et les rendements boursiers est conforme aux théories classiques du risque et du comportement des investisseurs. Les résultats suggèrent que dans les marchés émergents comme le Maroc, un environnement de marché stable et liquide avec une moindre volatilité est crucial pour améliorer la performance des marchés boursiers.

### 3.5 DISCUSSION

Les conditions macroéconomiques jouent un rôle crucial dans la performance des actions, comme le suggère Fama (1981), qui souligne que les conditions favorables du marché ont une influence positive sur les rendements des actions. Lintner (1965) et Sharpe (1964) ont également montré que les conditions économiques mondiales influent sur la perception des investisseurs et, par conséquent, sur l'évaluation des actions. Cette dynamique est particulièrement importante pour les entreprises familiales, souvent perçues comme plus stables en période de croissance économique. En effet, une économie prospère offre un environnement propice à la rentabilité des entreprises, ce qui améliore la confiance des investisseurs et, au bout du compte, les rendements.

La liquidité des actions est un facteur clé de la performance du marché boursier, soutenant la thèse d'Amihud et Mendelson (1986) selon laquelle les actions plus liquides sont plus attrayantes pour les investisseurs. Cela est dû à la réduction des coûts de transaction, ce qui facilite l'entrée et la sortie des investisseurs sur le marché. Dans le contexte des sociétés cotées au Maroc, une plus grande liquidité des actions pourrait permettre aux investisseurs de mieux gérer leurs positions, augmentant ainsi la demande et améliorant les rendements. Une liquidité accrue pourrait également accroître la stabilité des marchés, attirer davantage d'investisseurs institutionnels et renforcer la confiance globale des investisseurs.

La volatilité a un impact négatif sur les rendements des actions, conformément à la théorie classique du risque et du rendement. Campbell, Lo et MacKinlay (1997) expliquent que la volatilité accrue est perçue comme un indicateur de risque plus élevé, ce qui amène les investisseurs à exiger une prime de risque plus élevée. Bien que les entreprises familiales soient généralement considérées comme plus stables, elles peuvent néanmoins être exposées à des risques perçus plus élevés, en raison de la concentration de la propriété ou des incertitudes liées à la gouvernance interne. Cette volatilité pourrait avoir une incidence négative sur le rendement des marchés boursiers, justifiant la nécessité de stratégies visant à réduire les risques perçus.

La gouvernance d'entreprise est un facteur clé pour réduire la perception du risque. Shleifer et Vishny (1997) soulignent l'importance d'une gouvernance transparente et efficace pour accroître la confiance des investisseurs. Les entreprises familiales cotées au Maroc devraient mettre en œuvre des pratiques de gouvernance rigoureuses, telles que des rapports financiers plus détaillés et des stratégies de communication claires. Cela permettrait de réduire les préoccupations des investisseurs quant à la gestion et à la stabilité des entreprises, contribuant ainsi à améliorer leurs performances boursières.

Amihud et Mendelson (1986) ont également démontré que la liquidité joue un rôle clé dans l'attrait des actions. Les sociétés familiales cotées au Maroc pourraient envisager de libérer plus de flottant pour augmenter la liquidité de leurs actions. Cela faciliterait l'accès aux marchés pour les investisseurs, accroissant la demande de leurs titres et améliorant ainsi le rendement des actions. L'amélioration de la liquidité pourrait également améliorer la stabilité du marché et attirer davantage d'investisseurs à la recherche de possibilités d'investissement avec des coûts de transaction faible.

Fama (1981) et Lintner (1965) recommandent aux entreprises de suivre de près les indicateurs macroéconomiques et d'adapter leurs stratégies à l'évolution des marchés. Les entreprises

familiales cotées en bourse devraient donc se concentrer sur une gestion stratégique qui s'adapte rapidement aux changements économiques afin de maximiser leurs performances boursières. La surveillance continue des conditions du marché, la gestion proactive de la liquidité des actions et la réduction des risques perçus grâce à une meilleure gouvernance pourraient améliorer considérablement leurs rendements.

Les résultats de cette analyse montrent que les conditions du marché, la liquidité des actions et la volatilité ont un impact significatif sur le rendement des actions des entreprises familiales cotées au Maroc. En particulier, des conditions de marché favorables et une liquidité accrue ont un effet positif sur les rendements, tandis que la volatilité a un impact négatif. Afin d'optimiser leur performance boursière, ces sociétés doivent mettre en œuvre des stratégies visant à améliorer leur gouvernance, augmenter la liquidité de leurs actions et suivre de près l'évolution du marché. Une gestion efficace de ces facteurs clés renforcera leur attrait pour les investisseurs et contribuera à la performance durable du marché à long terme.

Dans le contexte marocain, la cotation en bourse des sociétés familiales est particulièrement importante en raison de leur prépondérance dans le tissu économique national. En effet, ces entreprises représentent environ 80% du total des entreprises marocaines, contribuant de manière significative à la création d'emplois et au produit intérieur brut (PIB). Pourtant, malgré cette importance, elles sont souvent caractérisées par une gestion conservatrice et une réticence à s'ouvrir au marché boursier. Cette réticence limite leur accès au financement extérieur et entrave leur croissance dans un environnement économique mondial de plus en plus concurrentiel. Les conditions de marché jouent donc un rôle décisif pour ces sociétés lorsqu'elles envisagent une cotation en bourse.

La Bourse de Casablanca, bien qu'en développement, est un véhicule clé pour le financement des entreprises marocaines. Il offre aux entreprises la possibilité d'accéder à de nouvelles sources de financement, d'améliorer leur gouvernance et de diversifier leurs sources de capitaux. Cependant, les entreprises familiales marocaines sont souvent réticentes à diluer leur contrôle interne, ce qui explique en partie la faible proportion de sociétés cotées.

L'impact des conditions de marché sur la performance des entreprises familiales cotées à la bourse de Casablanca est significatif. Lorsque le marché est stable et en croissance, ces entreprises bénéficient d'une meilleure valorisation boursière. Le marché marocain a fait preuve d'une résilience particulière, comme en témoigne la performance positive de l'indice

MASI lors des périodes de stabilité économique. Dans ce contexte, les entreprises familiales qui envisagent la cotation peuvent profiter de ces conditions favorables pour améliorer leur performance et attirer plus d'investisseurs.

L'un des défis majeurs pour les entreprises familiales cotées au Maroc reste la liquidité des actions. Historiquement, la Bourse de Casablanca a souffert d'un manque de liquidité qui ralentit le volume des transactions et décourage les investisseurs internationaux. Cependant, pour les sociétés marocaines qui choisissent de se rendre publiques, une augmentation de la liquidité des actions attirerait l'attention des investisseurs, tant locaux qu'internationaux. En outre, une meilleure liquidité permettrait d'accroître la visibilité sur la scène internationale, contribuant ainsi à stimuler les rendements boursiers et à renforcer la position des entreprises familiales sur les marchés financiers.

La volatilité des actions reste un facteur de risque majeur pour les sociétés cotées, en particulier dans les marchés émergents tels que le Maroc. Ces marchés sont souvent caractérisés par une plus grande volatilité, en raison de leur sensibilité aux fluctuations économiques mondiales et aux événements politiques. Cette volatilité peut décourager certaines sociétés de se rendre publiques, car elle peut avoir une incidence négative sur la valorisation de leurs actions.

Afin de minimiser ces risques, il est essentiel d'améliorer la transparence et la gouvernance des sociétés cotées, ce qui renforcerait la confiance des investisseurs et réduirait la volatilité des cours des actions. Un renforcement de la gouvernance d'entreprise rassurerait non seulement les investisseurs, mais fournirait également des mécanismes plus efficaces de gestion du risque, contribuant ainsi à la stabilité à long terme des marchés.

### **3.6. Test d'autocorrélation pour les erreurs dans les modèles de recherche.**

Dans le contexte des données de panel, plusieurs problèmes peuvent survenir, y compris l'autocorrélation des erreurs. Cela se produit lorsque les termes d'erreur de différentes périodes sont corrélés, ou lorsque les erreurs dans une période donnée influencent celles des périodes suivantes. Cela peut réduire l'efficacité des estimations. Pour détecter ce problème, nous utilisons le test de Wooldridge, qui est basé sur l'hypothèse nulle ( $H_0$ ) stipulant l'absence d'autocorrélation des erreurs. En fonction de la probabilité associée à ce test, présentée dans les tableaux ci-dessous, nous déterminerons si oui ou non l'autocorrélation des erreurs est présente.

**Tableau 8. Modèle GLM.**

Modèle : Rendement boursier, conditions de marché, liquidité des actions, volatilité des actions	
Wooldridge test for autocorrelation in panel data	
F(1, 10)	1.994
Prob > F	0.1891

*Source : Auteurs.*

Le test de Wooldridge donne une valeur de F de 1,994 et une probabilité de 0,1891. Encore une fois, puisque la probabilité est bien au-dessus du seuil de 0,05, nous ne pouvons pas rejeter l'hypothèse nulle qu'il n'y a pas d'autocorrélation de premier ordre. Cela indique que dans ce modèle, les résidus ne présentent pas de corrélation temporelle significative, garantissant ainsi que les résultats économétriques ne sont pas biaisés par l'autocorrélation des erreurs.

### 3.7. Test d'hétéroscédasticité dans le modèle de recherche

Dans cette section, nous vérifions si la variance des erreurs est constante pour chaque individu dans le modèle de notre étude. Pour cela, nous utilisons le test de l'hétéroscédasticité, qui repose sur l'hypothèse nulle de l'homoscédasticité, c'est-à-dire l'égalité des variances des erreurs. Selon la probabilité associée à ce test, nous confirmerons ou rejettions cette hypothèse. Le test d'hétéroscédasticité est effectué en utilisant la commande xttest3 pour les modèles estimés avec la méthode des effets fixes, et la commande estat hettest pour le modèle estimé par la méthode des effets aléatoires. Les résultats de cet essai pour le modèle sont présentés dans le tableau ci-dessous.

**Tableau 9. Résultats des essais de l'hétéroscédasticité du modèle de recherche.**

Modèle	Test	chi2 (df)	Prob > chi2	Résultat
Modèle	Test de Wald modifié pour l'hétéroscédasticité groupwise (Effets fixes)	3.10	0.0782	L'hypothèse de l'homocédasticité n'est pas rejetée. Absence d'hétéroscédasticité.

*Source : Auteurs.*

Le test de Wald modifié pour le modèle indique un chi2 de 3,10 avec une probabilité de 0,0782. Bien que cette probabilité soit proche de la limite de 0,05, elle reste supérieure, ce qui nous permet de ne pas rejeter l'hypothèse d'homoscédasticité. Ainsi, nous notons également l'absence d'hétéroscédasticité dans ce modèle, étayant la fiabilité des estimations.

### Recommandations spécifiques au contexte marocain :

- Stimuler les introductions en bourse pour les entreprises familiales : Afin d'encourager davantage d'entreprises familiales marocaines à se rendre publiques, des incitations fiscales pourraient être mises en place, ainsi que des programmes de soutien pour aider ces entreprises tout au long du processus d'inscription. Le gouvernement et la Bourse de Casablanca devraient collaborer pour créer un cadre incitatif qui réduit les coûts des introductions en bourse et rend cette option plus attrayante pour les entreprises.

Renforcement de la liquidité sur le marché marocain : L'amélioration de la liquidité est essentielle pour attirer les investisseurs internationaux et encourager des transactions fréquentes. Les autorités financières marocaines pourraient envisager des mesures pour améliorer la participation des investisseurs institutionnels et promouvoir des instruments financiers tels que les FNB (fonds négociés en bourse), qui permettent une meilleure liquidité des actions.

- Gestion des risques de volatilité : Compte tenu de l'impact négatif de la volatilité sur les rendements des entreprises familiales cotées, des mesures doivent être mises en place pour gérer cette volatilité. Cela pourrait inclure la mise en œuvre d'outils de couverture et de produits financiers dérivés, ainsi que la diversification des secteurs pour réduire l'exposition aux risques propres à chaque secteur.

- Renforcement de la gouvernance : les entreprises familiales devraient renforcer leurs pratiques de gouvernance pour rassurer les investisseurs et réduire la perception des risques. Les initiatives visant à améliorer la transparence financière, comme l'adoption de normes internationales d'information et l'inclusion d'administrateurs indépendants dans les conseils d'administration, sont essentielles pour attirer des investissements durables.

- Promouvoir l'éducation financière et le rôle de la bourse : Il faut développer une culture boursière plus forte au Maroc. Cela implique des campagnes de sensibilisation et d'éducation financière visant à expliquer aux entreprises familiales les avantages de la cotation en bourse, tout en démystifiant les processus et en réduisant les craintes liées à la perte de contrôle.

Les entreprises familiales marocaines ont beaucoup à gagner de l'entrée en bourse, notamment en termes d'augmentation des liquidités, de meilleure gouvernance et d'accès à un financement supplémentaire. Toutefois, pour maximiser ces avantages, il faut surmonter certains défis, notamment la volatilité des actions et le manque de liquidité du marché. En adoptant des réformes stratégiques et en améliorant la gestion des risques, la bourse de Casablanca pourrait

devenir un outil plus attractif pour les entreprises familiales souhaitant accélérer leur croissance et renforcer leur position concurrentielle, à l'échelle nationale et internationale.

## CONCLUSION

La conclusion de ce travail met en évidence les principaux résultats de l'étude sur l'impact de la cotation boursière sur le rendement boursier des entreprises familiales cotées au Maroc. Plusieurs méthodes et modèles économétriques ont été utilisés, dont OLS, CS-ARDL et GLM, pour assurer une analyse approfondie de la dynamique à court et long terme. L'étude a analysé les résultats obtenus pour des indicateurs clés de la performance boursière par le biais des rendements des actions, permettant une vue plus complète de l'impact de la cotation en bourse sur ces sociétés.

Les résultats montrent que la cotation en bourse améliore généralement le rendement des actions, mais cet effet est fortement tributaire de la gestion des conditions du marché, de la liquidité et de la volatilité des actions. À long terme, les conditions du marché et la liquidité des actions sont des facteurs positifs qui influencent le rendement des actions, offrant aux entreprises une meilleure évaluation et plus de souplesse dans leurs opérations. Toutefois, la volatilité des actions a un effet négatif important sur le rendement, ce qui souligne la nécessité pour les entreprises de mettre en œuvre des stratégies de gestion du risque afin d'atténuer cet impact.

Les résultats à court terme montrent que la cotation en bourse conduit à une réponse immédiate des rendements boursiers aux changements des conditions de marché et de liquidité, avec des effets positifs significatifs. En particulier, les conditions de marché et la liquidité des actions ont un impact direct et positif sur les rendements boursiers à court terme, ce qui montre qu'une amélioration de ces facteurs peut rapidement stimuler la performance des actions. Cependant, la volatilité des actions continue d'avoir un effet négatif immédiat, ce qui laisse entendre que l'incertitude du marché et les risques perçus par les investisseurs peuvent nuire à la performance des actions à court terme. La capacité des entreprises à réagir rapidement aux fluctuations du marché et à ajuster leur stratégie de gestion des risques est donc cruciale pour optimiser les rendements boursiers à court terme.

En résumé, cette étude montre que la cotation boursière est un levier de performance boursière pour les entreprises familiales cotées au Maroc, mais elle nécessite une gestion rigoureuse des risques liés à la volatilité boursière. Les résultats des indicateurs ont permis de mieux comprendre l'effet différencié de la cotation sur le rendement boursier de ces sociétés.

L'utilisation de plusieurs modèles économétriques a enrichi l'analyse et fourni une vue globale des déterminants de leur performance à court et long terme.

## Références

- Abdelkader, M. (2019). *The impact of firm size on firm performance in Morocco*. *Journal of Business Economics*.
- Abdelmoula, S. (2017). *Revenue growth and firm performance in emerging markets: The case of Morocco*. *African Development Review*.
- Amihud, Y., & Mendelson, H. (1986). Asset pricing and the bid-ask spread. *Journal of Financial Economics*, 17(2), 223–249.
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. *Journal of Finance*, 58(3), 1301–1328.
- Arellano, M. (2003). *Panel data econometrics*. Oxford University Press.
- Baltagi, B. H. (2005). *Econometric analysis of panel data*. John Wiley & Sons.
- Ben Amar, S. (2018). *Impact of financial leverage on firm performance: Evidence from Moroccan companies*. *Journal of Financial Studies*.
- Bharath, S. T., Jayaraman, S., & Nagar, V. (2009). Exit as governance: An empirical analysis. *Journal of Finance*, 64(4), 1751–1792. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01478.x>
- Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*.
- Bjuggren, P.-O., & Sund, L.-G. (2002). A transaction cost rationale for transition of the firm within the family. *Small Business Economics*, 19(2), 123–133.
- Black, F. (1976). Studies of stock price volatility changes. *Proceedings of the 1976 Meetings of the American Statistical Association, Business and Economic Statistics Section*, 177–181.
- Bloom, N., & Van Reenen, J. (2007). Measuring and explaining management practices across firms and countries. *The Quarterly Journal of Economics*, 122(4), 1351–1408.
- Bollerslev, T. (1986). Generalized autoregressive conditional heteroscedasticity. *Journal of Econometrics*, 31(3), 307–327.
- Brenes, E. R., Madrigal, K., & Molina-Navarro, G. E. (2008). Family business structure and succession: Critical topics in Latin American experience. *Journal of Business Research*, 61(6), 635–642. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2007.06.012>

Breusch, T. S., & Pagan, A. R. (1979). A simple test for heteroscedasticity and random coefficient variation. *Econometrica*, 47(5), 1287–1294.

Campbell, J. Y., Lo, A. W., & MacKinlay, A. C. (1997). *The econometrics of financial markets*. Princeton University Press.

Craig, J. B., & Dibrell, C. (2006). The natural environment, innovation, and firm performance: A comparative study. *Family Business Review*, 19(4), 275–288.

Durbin, J., & Watson, G. S. (1950). Testing for serial correlation in least squares regression. *Biometrika*, 37(3/4), 409–428.

Engle, R. F. (1982). Autoregressive conditional heteroscedasticity with estimates of the variance of United Kingdom inflation. *Econometrica*, 50(4), 987–1007.

Fama, E. F. (1981). Stock returns, real activity, inflation, and money. *The American Economic Review*, 71(4), 545–565.

Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3–56.

Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *Review of Financial Studies*, 15(1), 1–33.

French, K. R., Schwert, G. W., & Stambaugh, R. F. (1987). Expected stock returns and volatility. *Journal of Financial Economics*, 19(1), 3–29.

Gómez-Mejía, L. R., Haynes, K. T., Núñez-Nickel, M., Jacobson, K. J., & Moyano-Fuentes, J. (2011). Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: Evidence from Spanish olive oil mills. *Administrative Science Quarterly*, 52(1), 106–137.

Greene, W. H. (2012). *Econometric analysis*. Pearson Education.

Harris, M., & Raviv, A. (2019). The theory of capital structure. *Journal of Finance*.

Hausman, J. A. (1978). Specification tests in econometrics. *Econometrica*, 46(6), 1251–1271.

Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.

Klein, P., & Prasnikar, J. (1994). Introduction of market forces and the market for corporate control. *European Economic Review*, 38(5), 1037–1054. [https://doi.org/10.1016/0014-2921\(94\)90111-2](https://doi.org/10.1016/0014-2921(94)90111-2)

Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *Journal of Finance*.

Lauterbach, B., & Vaninsky, A. (1999). Ownership structure and firm performance: Evidence from Israel. *Journal of Management and Governance*, 3(2), 189–201.  
<https://doi.org/10.1023/A:1009966310147>

Lintner, J. (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *The Review of Economics and Statistics*, 47(1), 13–37.

Liu, X. (2020). *Revenue growth and corporate performance: A comprehensive study*. *International Journal of Business and Economics*.

Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77–91.

Mazzola, P., & Marchisio, G. (2002). The role of going public in family businesses' long-lasting growth: A study of Italian IPOs. *Family Business Review*, 15(2), 133–148.

Mishra, C. S., & McConaughy, D. L. (1999). Founding family control and capital structure: The risk of loss of control and the aversion to debt. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23(4), 53–64. <https://doi.org/10.1177/104225879902300404>

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.

Morck, R., & Yeung, B. (2003). Agency problems in large family business groups. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27(4), 367–382.

Pastor, L., & Stambaugh, R. F. (2003). Liquidity risk and expected stock returns. *Journal of Political Economy*, 111(3), 642–685.

Penrose, E. (1959). *The theory of the growth of the firm*. Oxford University Press.

Ritter, J. R. (1991). The long-run performance of initial public offerings. *Journal of Finance*, 46(1), 3–27. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03743.x>

Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., Dino, R. N., & Buchholtz, A. K. (2001). Agency relationships in family firms: Theory and evidence. *Organization Science*, 12(2), 99–116.

Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425–442.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783.

Sijilmassi, A. (2020). *Economic volatility and corporate performance in Morocco*. *Moroccan Economic Review*.

Student. (1908). The probable error of a mean. *Biometrika*, 6(1), 1–25.

Tobin, J. (1958). Estimation of relationships for limited dependent variables. *Econometrica*, 26(1), 24–36.