

LA PERFORMANCE BOURSIERE EST-ELLE DETERMINEE PAR LA PERFORMANCE OPERATIONNELLE ?

IS STOCK PERFORMANCE DETERMINED BY OPERATIONAL PERFORMANCE?

Lalla Fatima-Zohra ALAMI TALBI

Université Mohammed V-Rabat

Centre Interdisciplinaire de Recherche en Performance et Compétitivité (CIRPEC)

alamitalbilallafz@gmail.com

Date de soumission : 11/03/2019

Date d'acceptation : 22/06/2019

Pour citer cet article :

ALAMI TALBI F. (2019) «LA PERFORMANCE BOURSIERE EST-ELLE DETERMINEE PAR LA PERFORMANCE OPERATIONNELLE ? » Revue du contrôle, de la comptabilité et de l'audit « Numéro 9 : Juin 2019 / Volume 4 : numéro 1 » p : 314 - 320

Résumé :

Ce papier tente de vérifier dans quelle mesure la performance opérationnelle, intrinsèque à l'entreprise, explique t-elle la performance boursière. L'étude porte sur deux horizons le court terme (6 mois) et le long terme (60 mois) et s'intéresse aux entreprises introduites à la bourse de Casablanca sur la période 2005-2012. Si ce lien est vérifié la performance opérationnelle aura alors un pouvoir prédictif de la performance boursière. Ainsi, il sera objet de relever lequel des estimateurs de la performance opérationnelle prévoit au mieux la performance boursière sur les deux horizons de l'étude. Ce résultat serait d'une grande utilité pour l'anticipation des cours des titres et permettrait d'éclairer les arbitrages à effectuer dans le cadre de la gestion de portefeuille.

Mots clés: performance boursière, performance opérationnelle, court terme, long terme, performance des introductions en bourse

Abstract:

This paper aims to understand to what extent the operational performance, intrinsic to the company, explains the stock market performance. The study covers two horizons: the short term (6 months) and the long term (60 months) and looks at the companies listed on the Casablanca Stock Exchange over the period 2005-2012. If this link is verified the operational performance will then have a predictive power of the stock market performance. Thus, it will be an object to identify which of the operational performance estimators best predicts stock market performance on both horizons of the study. This result would be very useful for the anticipation of the prices of the securities and would facilitates the arbitrages to be carried out within the framework of the portfolio management.

Keywords: stock market performance, operational performance, short-term, long-term, performance of IPOs

Introduction

Ce papier tente de définir les agrégats de la performance opérationnelle déterminant la performance boursière à court et long termes à fort pouvoir prédictif. La performance boursière serait estimée à court terme sur 6 mois de cotation et à long terme sur 60 mois de cotation sans sous-évaluation, à l'instar des principales études empiriques, afin de ne pas introduire de biais. Cette étude porte sur les entreprises introduites à la bourse de Casablanca sur la période (2005-2012). Les entreprises benchmarks sont celles introduites à la bourse de Casablanca 5 ans avant 2005 pour éviter le biais de la sous-performance boursière.

Ce papier discute dans un premier temps, le choix de la méthodologie d'estimation de la performance boursière à court et long termes à même à approcher le mieux le rendement anormal, et dans un deuxième temps, le choix des agrégats opérationnels qui approchent le mieux la performance corporate. Les agrégats ainsi retenus seront confrontés en troisième lieu, par le biais d'une régression multiple pour ressortir les déterminants d'ordre opérationnel de la performance boursière du court et long termes.

1. Choix de la méthodologie d'estimation de la performance boursière

La méthodologie d'évaluation de la performance boursière des deux horizons porte sur le choix entre les méthodes événementielles (CAR ou BHAR) et les benchmark, étalons de comparaison, (Indice du marché, le portefeuille d'entreprises comparables à celles étudiées par la taille ou le croisement de la taille et du Market To Book (MTB) selon l'approche de Fama-French). Les méthodes calendaires sont écartées car adaptées uniquement à long terme. La méthodologie à retenir est celle qui approche le mieux le rendement anormal moyen (AR) des i titres étudiés sur les deux horizons à la fois à travers les équations suivantes:

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

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

avec :

$$AR_{(t,i)} = \sum_{i=1}^N \left(\frac{C_{t(i)} - C_{31j(i)}}{C_{31j(i)}} - \frac{C_{t(b)} - C_{31j(b)}}{C_{31j(b)}} \right) / N_i$$

$AR_{(i,t)}$: Rendement anormal moyen des titres i sur t mois (6 et 60)

N_i : Nombre de titres i étudiés

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

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

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

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

$CAR_{(i,t)}$: rendement anormal moyen des titres i au mois t par la méthode des rendements anormaux cumulés

$BHAR_{(i,t)}$: rendement anormal moyen des titres i au mois t par la méthode achat-conservation

A court terme, la méthode CAR approche significativement mieux le rendement anormal que la méthode BHAR, et ce abstraction faite du benchmark adopté, soit un R2a de 89.63% pour le benchmark Taille/MTB et 88.59% pour le benchmark taille. A long terme, la méthode BHAR et le rendement de marché approchent le mieux le rendement anormal (81.56%), suivi de la méthode CAR et le benchmark taille (80.3%). La méthode BHAR révèle un taux de skewness largement plus élevé que la méthode CAR, ce qui rejoint l'étude de Barber et Lyon(1996) et celle de Kothari et Warner. Par ailleurs, la méthode BHAR surestime les rendements anormaux par rapport à la méthode CAR et dispose du skewness le plus élevé confortant ainsi les résultats de l'étude de Barber et Lyon. Brav et al.(2000) montrent que la méthode BHAR sensible au problème de dépendance entre les entreprises de l'échantillon est susceptible d'amplifier la dégradation de la performance boursière. Ainsi, il ressort que la méthode CAR et le benchmark taille approchent le mieux le rendement anormal sur les deux horizons à la fois et seront à cet effet retenus.

2. Choix des estimateurs de la performance opérationnelle

La performance opérationnelle renseigne sur la performance de l'entreprise approchée par une panoplie d'indicateurs et de ratios dont les ratios de rentabilité, largement adoptés par les études empiriques entre autres, celles de Cai et Wei(1997), Loughran et Ritter, Cai et Loughran, pour comparer les résultats aux moyens mis en œuvre. Seront adoptées pour cette étude la rentabilité financière et économique. La rentabilité financière (*résultat net/capitaux propres*) renseigne sur la rentabilité des capitaux engagés par les actionnaires et bailleurs de fonds et donc, sur la rentabilité globale de l'entreprise et le retour d'investissement. La rentabilité économique apprécie la rentabilité des capitaux investis, soit la politique d'investissement et d'exploitation de l'entreprise.

Plusieurs études empiriques l'apprécient par le rapport entre l'excédent brut d'exploitation (EBE) et l'actif net. Ce ratio est peu précis car d'une part, l'actif net ne reflète pas l'outil économique exploité, et d'autre part, l'EBE ne prend pas en considération les provisions et

les charges d'amortissements. Il est donc plus opportun d'approcher la rentabilité économique en rapportant le résultat d'exploitation au capital économique, soit l'actif immobilisé et le besoin en fonds de roulement d'exploitation.

Il convient de compléter ces ratios par d'autres tournés vers l'actionnaire, en l'occurrence le dividend yield (*dividende/cours de l'action*) et le Market to Book (*capitalisation boursière/capitaux propres*). Le dividend yield permet d'apprécier la politique de distribution des dividendes, de même que le retour d'investissement de l'actionnaire, soit la rentabilité de l'action en l'absence de plus-values. Le cours de l'action est apprécié au 31/12 de chaque année, sauf pour l'année de l'introduction où il correspond au prix d'introduction. Le MTB permet d'apprécier le niveau de valorisation du marché par rapport à la valorisation comptable. Il évalue ainsi, le potentiel de développement de l'entreprise et le capital immatériel, négligé par l'approche comptable.

Ces ratios de la performance opérationnelle seront estimés par des données comptables non consolidés afin d'apprécier la performance propre aux entreprises étudiées sur un horizon de 6 mois et 60 mois de cotation de manière cumulative analogue à l'évaluation de la performance boursière par la méthode CAR. Il sera ensuite, vérifié lequel de ces ratios approchent le mieux la performance boursière.

3. Résultats

Afin de vérifier lesquels des agrégats de la performance opérationnelle approchent le mieux la performance boursière, il convient d'introduire ses différents estimateurs dans un modèle linéaire à régression multiple et d'éliminer ensuite, les variables peu explicatives. Ainsi, est déterminé le modèle à meilleure spécification.

3.1. A Court terme :

Le modèle montre que la constante n'est pas significative, à côté de la rentabilité financière et économique. Il en résulte que le MTB et le dividend yield approchent le mieux la performance boursière du court terme et permettent de prédire 32,18% de son évolution, avec un niveau de confiance de 95%. Le modèle se présente comme suit :

$$CAR_{(6\text{mois}, \text{Taille})} = 0,0732 \text{ MTB} - 10,2590 \text{ D_Y} + e$$

Ces deux variables contribuent à la prédiction de la performance boursière du court terme de telle sorte qu'une variation de 1% du MTB conduit à une variation de la performance boursière du court terme de 0,0732%, alors qu'une augmentation du dividend yield de 1% se

traduit par une baisse de la performance boursière semestrielle de 10,259%. Ainsi, plus l'évaluation du marché l'emporte sur la valorisation comptable et sur les dividendes distribués, la performance boursière du court terme aurait tendance à croître.

Le rendement CAR du court terme ne serait positif que si le MTB dépasse 140 fois le dividend yield. Ainsi, les entreprises nouvellement introduites à la bourse de Casablanca n'offrent un rendement supérieur à leurs comparables de même taille que si elles satisfont à cette condition. Il est à préciser que le D_Y pris à part approche la performance boursière du court terme de 11,70%, soit mieux que le MTB au R2a de 3,98%. Ces deux variables réunies approchent significativement mieux la performance boursière du court terme. Le modèle de la performance opérationnelle du court terme satisfait aux hypothèses économétriques.

3.2. A long terme :

A long terme la rentabilité financière est éliminée, en raison de la colinéarité parfaite avec le MTB statistiquement non significatif, à côté de la constante ce qui améliore la qualité d'ajustement du modèle et minimise les critères d'Akaike et Schwarz. Ainsi, la rentabilité économique et le dividend yield prédisent 64,49% de l'évolution de la performance boursière enregistrée à long terme avec un niveau de confiance de 99%. Ce modèle satisfait aux différentes conditions économétriques prouvant sa robustesse, et se présente comme suit :

$$CAR_{(60\text{mois}, \text{Taille})} = 0,8672 R_ECO - 8,5017 D_Y + e$$

Une variation d'un point de la rentabilité économique cumulée se traduit par une variation positive de la performance boursière du long terme de 0,8672%, alors qu'une variation du même ordre du dividend yield conduit à une contre-performance manifeste de 8,5017%. La rentabilité économique pris à part explique 0,03% de la performance boursière du long terme, alors que le dividend yield en prédit 31,49% de sa variation. Les deux agrégats réunis expliquent plus de deux tiers de l'évolution de la performance boursière enregistrée à long terme par les entreprises nouvellement introduites à la bourse de Casablanca sur la période 2005-2013.

La performance boursière du long terme a tendance à croître si la rentabilité économique de l'entreprise se tient bien et le dividend yield baisse. Pour maximiser le retour d'investissement des titres nouvellement introduits à la bourse de Casablanca, il convient d'opter pour ceux dont la rentabilité économique dépasse 9,80 fois le dividend yield. Ces titres réalisent des rendements supérieurs à leur benchmark taille.

Conclusion

La performance opérationnelle approche ainsi, significativement la performance boursière du court terme (32,18%), et encore mieux celle du long terme (64,49%). Le dividend yield approche significativement la performance boursière à court et long termes, mieux que tous les estimateurs de la performance opérationnelle. Le MTB n'approche significativement que la performance boursière du court terme et se voit remplacer à long terme par la rentabilité économique.

La rentabilité économique et le MTB ont un effet bénéfique sur la performance boursière à court et long termes, alors que le dividend yield tire vers le bas la performance boursière des deux horizons temporels.

Références bibliographiques

- ALAMI TALBI L.F-Z., « Les entreprises introduites en bourse sont-elles correctement évaluées ? », *Revue Banque & Stratégie*, N°294, Juillet-Août, 2011, pp. 35-37.
- BARBER B.M., LYON J.D., « Detecting abnormal operating performance: the empirical power and specification of test statistics », *Journal of Financial Economics*, N°41, 1996, pp.359-399.
- BARBER B.M., LYON J.D., et TSAI C-L., « Improved Methods for Tests of Long-Run Abnormal Stock Returns », *The Journal of Finance*, VOL. LIV, N° 1, February, 1999, pp. 165-201.
- BOUSTRON E., « Création de valeur et sous-performance à long terme des IPO sur le second marché », *Revue Française de Gestion*, Vol. 31, N° 156, Mai/Juin 2005, pp.53-75.
- BRAV A, GECZY C., GOMPERS P.A., « Is the abnormal return following equity issuances anomalous? » *Journal of Financial Economics*, N°56, 2000, pp. 209-249.
- CHAN KL., WEI KCJ. et WANG J., « Underpricing and long run performance after IPOs in China », Working Paper, Hong Kong University of Science and Technology, 14 December 2001, pp.1-32.
- CAI J., WEI J., « The investment and operating performance of Japanese initial offerings », *Pacific-Basin Finance Journal*, vol.5, 1997, pp.389-417.
- FAMA E.F., FRENCH K.R., « Size and Book to Market Factors in Earnings and Returns », *The Journal of Finance*, Vol. 50, N°1, 1995, pp.131-155.
- GOMPERS PA., LERNER J., « The really long-run performance of initial public offerings: the pre-NASDAQ evidence », *The Journal of Finance*, Vol. 58, N° 4 August, 2003, pp. 1355-1392.
- KHOTARI SP., WARNER JB., « Econometrics of event studies », Working Paper, Center For Corporate Governance, sd, pp.1-54.
- LOUGHRAN T., RITTER JR., « The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings », *The Journal of Finance*, Vol. 52, N°5, December, 1997, pp. 1823-1850.