

**REPUBLIQUE ALGERIENNE DEMOCRATIQUE ET POPULAIRE**  
**MINISTERE DE L'ENSEIGNEMENT SUPERIEUR ET DE**  
**LA RECHERCHE SCIENTIFIQUE**

**ECOLE SUPERIEURE DE COMMERCE**

**Mémoire de fin de cycle**

**En vue de l'obtention du diplôme de Master en sciences financières et comptabilité**

**Option : Finance d'entreprise**

**THEME :**

**Les déterminants de la performance des  
entreprises maghrébines cotées  
en bourse.**

**Présenté par :**

**MEDJERDAOUI Kenza**

**Encadré par :**

**Mr. TOUATI-TLIBA Mohamed**

**Année universitaire : 2019/2020**

# *Remerciements*

*Je tiens à remercier :*

*ALLAH le tout puissant pour toute la volonté et la santé qu'il m'a donnée pour accomplir ce travail jusqu'à sa fin.*

*Mr. TOUATI-TLIBA Mohamed, mon encadreur au niveau de l'école supérieure de commerce pour sa disponibilité, sa patience et surtout pour ses judicieux conseils, qui ont contribué à alimenter ma réflexion.*

*Les membres du jury d'avoir consacré leur temps précieux à l'étude de ce travail. Je remercie également tous les enseignants qui ont contribué à ma formation.*

*Enfin, je voudrai exprimer ma gratitude à tous ceux qui ont contribué d'une manière ou d'une autre à cette recherche.*

## *Dédicace*

*Je dédie ce travail, qui n'aura jamais pu voir le jour sans le ferme soutien de mon cher père et de ma chère mère A qui je dois tout, Que Dieu vous protège et que la réussite soit toujours à ma portée pour que je puisse vous combler de bonheur, vous êtes la source de ma joie et le secret de ma force.*

*Je dédie ce travail avec tous mes vœux de bonheur, santé et de réussite à mes deux frères Amine et Oussama et ma sœur Nihad à qui je souhaite un avenir prometteur et plein de succès.*

*A mon fiancé Hamza pour son soutien plus que précieux et pour ses encouragements.*

*À tous les membres de ma famille pour leur soutien tout au long de ma carrière universitaire.*

*À mes Amies Kawtar, Hafsa, Rahma et Mouna avec lesquelles j'ai partagé mes moments de joie et de bonheur.*

*A tous ceux qui me sont chers.*

## Liste des tableaux

<b>N°</b>	<b>TITRE</b>	<b>PAGE</b>
<b>Tableau N° 01</b>	Evolution du PIB (% annuel).	<b>03</b>
<b>Tableau N° 02</b>	Evolution du taux d'inflation (% annuel).	<b>05</b>
<b>Tableau N° 03</b>	Capitalisation boursière en millions de dollars.	<b>23</b>
<b>Tableau N° 04</b>	Evolution des indices boursiers.	<b>26</b>
<b>Tableau N° 05</b>	Statistiques descriptives par année.	<b>65</b>
<b>Tableau N° 06</b>	Statistiques descriptives par pays.	<b>66</b>
<b>Tableau N° 07</b>	Statistiques descriptives par secteurs.	<b>67</b>
<b>Tableau N° 08</b>	Résultats d'égalité des moyennes par pays.	<b>68</b>
<b>Tableau N° 09</b>	Résultats d'égalité des moyennes par secteurs.	<b>71</b>
<b>Tableau N° 10</b>	Comparaison des variables avant et après le choc.	<b>72</b>
<b>Tableau N° 11</b>	Résultat du test de T pour échantillons appariés.	<b>72</b>
<b>Tableau N° 12</b>	Matrice de corrélation des variables du modèle (1).	<b>73</b>
<b>Tableau N° 13</b>	Matrice de corrélation des variables du modèle (1).	<b>74</b>
<b>Tableau N° 14</b>	Tableau récapitulatif de l'ensemble des variables.	<b>75</b>
<b>Tableau N° 15</b>	Résultats du modèle (1) de la régression.	<b>76</b>
<b>Tableau N° 16</b>	Résultats du modèle (2) de la régression.	<b>76</b>
<b>Tableau N° 17</b>	Résultat de test de Fisher.	<b>77</b>

## Liste des figures

---

### Liste des figures

<b>N°</b>	<b>TITRE</b>	<b>PAGE</b>
<b>Figure N° 01</b>	Evolution du PIB (% annuel).	<b>04</b>
<b>Figure N° 02</b>	Evolution du taux d'inflation (% annuel).	<b>06</b>
<b>Figure N° 03</b>	Evolution de la capitalisation boursière dans les trois pays.	<b>24</b>
<b>Figure N° 04</b>	Evolution des indices boursiers MASI et TUNINDEX.	<b>26</b>
<b>Figure N° 05</b>	L'évolution des prix du baril de pétrole en dollars (2014-2015).	<b>29</b>
<b>Figure N° 06</b>	La structure du PIB en Algérie.	<b>32</b>

# Liste des abréviations

## Liste des abréviations

<b>Abréviation</b>	<b>Signification</b>
<b>PIB</b>	<b>Produit Intérieur Brute</b>
<b>BVM</b>	<b>Bourse des Valeurs Mobilières</b>
<b>SVM</b>	<b>Société des Valeurs Mobilières</b>
<b>BADR</b>	<b>Banque de l'Agriculture et du Développement Rural</b>
<b>BEA</b>	<b>Banque Extérieure d'Algérie</b>
<b>BNA</b>	<b>Banque Nationale d'Algérie</b>
<b>CNEP-BANQUE</b>	<b>Caisse Nationale d'Epargne et de Prévoyance</b>
<b>CPA</b>	<b>Crédit Populaire d'Algérie</b>
<b>BDL</b>	<b>Banque de Développement Local</b>
<b>PME</b>	<b>Entreprise de moins de 500 employés</b>
<b>SICAF</b>	<b>Sociétés d'investissement à capital fixe</b>
<b>SICAV</b>	<b>Sociétés d'investissement à capital variable</b>
<b>APE</b>	<b>Appel Public à l'Epargne</b>
<b>CDVM</b>	<b>Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières</b>
<b>FAPE</b>	<b>Faisant Appel Public à l'Epargne</b>
<b>O.A.T</b>	<b>Obligations Assimilables du Trésor</b>
<b>NSC</b>	<b>Nouveau Système de Cotation Electronique</b>
<b>CTO</b>	<b>Cours théorique d'ouverture</b>
<b>IOB</b>	<b>Intermédiaires en Opérations de Bourse</b>
<b>OPEP</b>	<b>Organisation des pays exportateurs de pétrole</b>
<b>PNB</b>	<b>Produit National Brut</b>
<b>ROA</b>	<b>Return On Assets</b>
<b>ROE</b>	<b>Return On Equity</b>

**Listes des annexes**

**Annexes N°1** : Résultat de régression du modèle (1).

**Annexes N°2** : Résultat de régression du modèle (2).

**Annexes N°3** : matrice de corrélation des variables de régression (1).

**Annexes N°4** : matrice de corrélation des variables de régression (2).

### Résumé

Cette étude vise à étudier les facteurs affectant la performance financière des entreprises cotées en bourse des trois pays du Maghreb (Algérie, Maroc, Tunisie). L'analyse de régression multiple est effectuée sur un échantillon de 16 entreprises appartenant aux secteurs (agroalimentaire, assurance, hôtellerie, pharmaceutique) observées sur la période 2012-2017. Vu que l'économie mondiale a connu une crise pétrolière en 2014, une partie de notre étude examine l'effet de cette dernière sur les entreprises maghrébines cotées. Les résultats montrent que le secteur d'activité influence la rentabilité des actifs (ROA) significativement. En effet, les entreprises pharmaceutiques sont plus performantes alors que les entreprises des secteurs assurance et hôtellerie sont moins performantes. De même, l'âge influence positivement le ROA. Quant au rendement boursier, les résultats indiquent que seule l'ancienneté en bourse est significative. Contrairement à l'attente le choc pétrolier de 2014 n'a pas influencé la performance financière des entreprises cotées. De même les variables macroéconomiques ne sont pas significatifs.

**Mots clés :** Performance financière, Rendement des actifs, Rendement boursier, Déterminants de la performance, choc pétrolier.

### **Abstract:**

This study's objective is investigating the factors affecting the financial performance of Maghreb's listed companies in Algerian, Moroccan, and Tunisian stock exchange markets. The multiple regression analysis is carried out on a sample of 16 companies belonging to the sectors (agri-food, insurance, hotel, pharmaceutical) observed over the period 2012-2017; Since the world global economy has experienced an oil crisis in 2014, a significant part of our study examined the effect of the latter on the Maghreb's listed companies. The results show that the sector has a statistically significant influence on the Return of Assets ROA; pharmaceutical companies seem to be more efficient while companies operating in the insurance and hotel sectors are less efficient. Likewise, age positively influences ROA. As for the stock market performance, the results indicate that only stock market seniority is significant. However, as not expected, the oil crisis did not influence the financial performance of listed studied companies.

**Keywords:** financial performance, ROA, stock market performance, the factors affecting, financial performance, oil crisis.

# Sommaire

---

## Sommaire

Remerciements

Dédicace

Liste des tableaux

Liste des figures

Liste des abréviations

Listes des annexes

Résumé

Introduction générale ..... A

Chapitre I : Le système boursier en Algérie Tunisie et Maroc.....01

Section 01 : Le système boursier maghrébin.....02

Section 02 : la sensibilité du système boursier au choc pétrolier.....27

Chapitre II : La performance d'entreprise : fondement théorique et revue de la littérature .....40

Section 01 : Conceptualisation de la performance .....40

Section 02 : Revue de la littérature : Les déterminants de la Performance d'entreprise.....47

Chapitre III : ETUDE EMPIRIQUE : L'impact des déterminants de la performance des entreprises maghrébines cotées en bourse.....60

Section 01 : Présentation des données et analyse descriptive des variables .....60

Section 02 : présentation, application et interprétation des résultats .....77

Conclusion générale .....82

Bibliographie.....85

Annexes

# **Introduction générale**

## Introduction Générale

Plus que nulle autre région, l'émergence des Bourses de Casablanca, de Tunis et d'Alger est conditionnée par la poursuite des réformes engagées. Il s'agit dans un premier temps de l'accélération du programme de privatisation et dans un second temps de la réorganisation du marché financier. Ce dernier a connu depuis plusieurs années des améliorations significatives. Cependant le nombre des entreprises cotées demeure limité surtout en Algérie.

Cette étude analyse la performance financière des entreprises magrébines cotées en bourse. Les résultats tirés des études récentes indiquent que plusieurs facteurs macroéconomiques et microéconomiques jouent un rôle important dans la détermination de la performance financière des entreprises cotées.

Cependant, comme l'économie algérienne est dépendante des exportations du pétrole alors que les économies du Maroc et de la Tunisie sont dépendantes du pétrole étranger, l'impact d'un choc pétrolier sur la performance financière des entreprises n'a pas a priori le même sens pour ces pays. De même, un prix élevé du pétrole entraîne des bénéfices plus élevés pour les industries liées au pétrole et réduit la performance des entreprises d'autres secteurs.

À la lumière de ce qui précède, enquêter sur la performance des entreprises cotées et sa relation avec différents facteurs internes et externes semble un sujet intéressant.

Dans ce contexte, ce travail vise à étudier la performance financière des entreprises maghrébines cotées en bourse. En particulier nous visons à répondre à la question fondamentale suivante :

➤ **Quels sont les facteurs affectants la performance financière des entreprises maghrébines cotées en bourse ?**

La question fondamentale peut être divisée en sous-questions :

➤ Quel est l'influence du secteur d'activité sur la performance financière des entreprises cotées en bourse au Maghreb ?

- Quel est l'effet des facteurs âge, ancienneté en bourse et taille d'entreprise ?
- Quel est l'impact du choc pétrolier sur la performance des entreprises maghrébines cotées en bourse ?
- Quel sont les effets des variables inflation et la croissance économique sur la performance ?

## 1. Les hypothèses :

Pour appréhender notre problématique, nous avons formulé les hypothèses suivantes :

**H1** : Le secteur d'activité a une influence significative sur la performance financière des entreprises cotées en bourse du Maghreb.

**H2** : Les facteurs âge, ancienneté en bourse et taille d'entreprise influencent la performance financière des entreprises cotées en bourse.

**H3** : La performance financière des entreprises maghrébines cotées en bourse a baissé suite au choc pétrolier de 2014.

**H4** : Les variables macroéconomiques influencent la performance des entreprises.

## 2. Organisation du travail :

Afin de répondre à la problématique de notre travail, la démarche méthodologique adoptée est la modélisation économétrique à travers un modèle de régression linéaire multiple, appliqué sur l'échantillon des 16 entreprises maghrébines cotées en bourse observées durant la période 2012-2017.

Ce travail est divisé en trois (3) chapitres. Le premier chapitre présente le système boursier maghrébin et les effets de la crise pétrolière. Le deuxième expose un aperçu sur la notion de la performance financière et une revue de littérature empirique sur les facteurs déterminants de la performance des entreprises. Le dernier chapitre est consacré à l'étude

## Introduction Générale

---

empirique de l'impact des déterminants de la performance des entreprises maghrébines cotées en bourse ainsi que l'impact de la crise pétrolière. Il comprend la démarche méthodologique, l'analyse descriptive ainsi que la présentation et l'interprétation des résultats.

## **Chapitre I :**

# **Le système boursier en Algérie, Tunisie et Maroc**

# Chapitre I : Le système boursier en Algérie, Tunisie et Maroc

---

## 1.1.1 Introduction du chapitre 01

Depuis leur création et surtout à partir des années 2000, les bourses maghrébines ont entrepris de sérieuses réformes pour dynamiser leurs activités. Parmi ces réformes, on peut noter l'adoption d'un système électronique de cotation et de transactions, la création d'une autorité des marchés financiers pour surveiller les activités reliées aux marchés, la mise en place d'une chambre de compensation ou de règlement et de dématérialisation des titres, la réduction de la durée de règlement des transactions, la mise en place d'un fonds de garantie qui protège les investisseurs des risques de défaillance, l'ouverture des marchés aux investissements étrangers en réformant le cadre réglementaire et fiscal pour leur permettre de rapatrier en tout ou en partie leurs capitaux et leurs gains non (ou peu) taxés. A côté de cela, les réformes entreprises par les pouvoirs publics afin d'améliorer le climat des affaires, pour encourager l'investissement local et étranger et la volonté de dynamisation par une politique de privatisation via la bourse.

De ce fait ; ce chapitre se propose d'établir une analyse comparative des performances des systèmes boursiers maghrébins durant ces dernières années, cette comparaison se fera sur l'Algérie le Maroc, la Tunisie. Toutefois, avant d'entamer cette analyse, une présentation préliminaire de la situation économique de ces pays s'avère nécessaire car le niveau de développement du marché financier dans un pays donné est intimement lié à sa situation économique. Dans la deuxième partie, nous allons déterminer la sensibilité du système boursier face au choc pétrolier en identifiant la dépendance des pays maghrébins au pétrole et enfin des études et des cas antérieurs sur les conséquences du choc pétrolier sur le système boursier.

# Chapitre I : Le système boursier en Algérie, Tunisie et Maroc

---

## 1.1.2 Section 1 : Le système boursier Maghrébin

### 1.1.3

#### Les économies du Maghreb

« Jusqu' aux années 80, les pays maghrébins avaient en commun une tradition de forte emprise de l'Etat sur l'économie, notamment, en Algérie où le modèle de développement autocentré avait été adopté. Depuis, ils ont initié un mouvement général d'ouverture et de libéralisation économique à des rythmes plus ou moins différenciés.

Ainsi, le Maroc et la Tunisie ont mis en place le programme d'ajustement structurel (PAS) respectivement en 1983 et 1986 et se sont engagés dans un accord d'association avec l'Union Européenne, respectivement en février 1996 et en mai 1995.

A l'opposé, en Algérie, l'instabilité politique et la guerre civile ont contribué à enrayer le processus de libéralisation économique pendant près de dix années. Le PAS n'a été adopté qu'en 1994 et l'accord d'association avec l'Union Européenne n'a été ratifié qu'en avril 2002.

Aujourd'hui l'approfondissement en cours du processus de libéralisation économique et d'ouverture des économies maghrébines devrait favoriser la convergence de leurs politiques économiques et conforter leur transition vers un système d'économie de marché.

Dans ce sens, les pays maghrébins se sont engagés dans un vaste processus de réformes destinées à restaurer leurs équilibres macroéconomiques et favoriser le développement de leur secteur privé. Depuis, les indicateurs économiques se sont globalement améliorés, même si des différences marquées persistent au sein de ces trois pays. »<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Fatiha Talahite,( RÉFORMES ET TRANSFORMATIONS ÉCONOMIQUES EN ALGÉRIE) ; Université Paris-Nord - Paris XIII, 2010.

# Chapitre I : Le système boursier en Algérie, Tunisie et Maroc

---

## 1.1 La Croissance du PIB (variation annuelle en %):<sup>2</sup>

Le pourcentage annuel de croissance du PIB aux prix du marché basé sur les devises locales constantes. Les données agrégées sont basées sur les dollars américains constants de 2012.

**Tableau N°01** : Evolution du PIB (annuel %)

	ALGERIE	MAROC	TUNISIE
2012	3,4	3,01	3,998
2013	2,8	4,535	2,876
2014	3,8	2,669	2,971
2015	3,7	4,536	1,195
2016	3,2	1,06	1,16
2017	1,3	4,235	1,917
PIB MOYEN	3,03	3,34	2,35

**Source** : Banque Mondiale

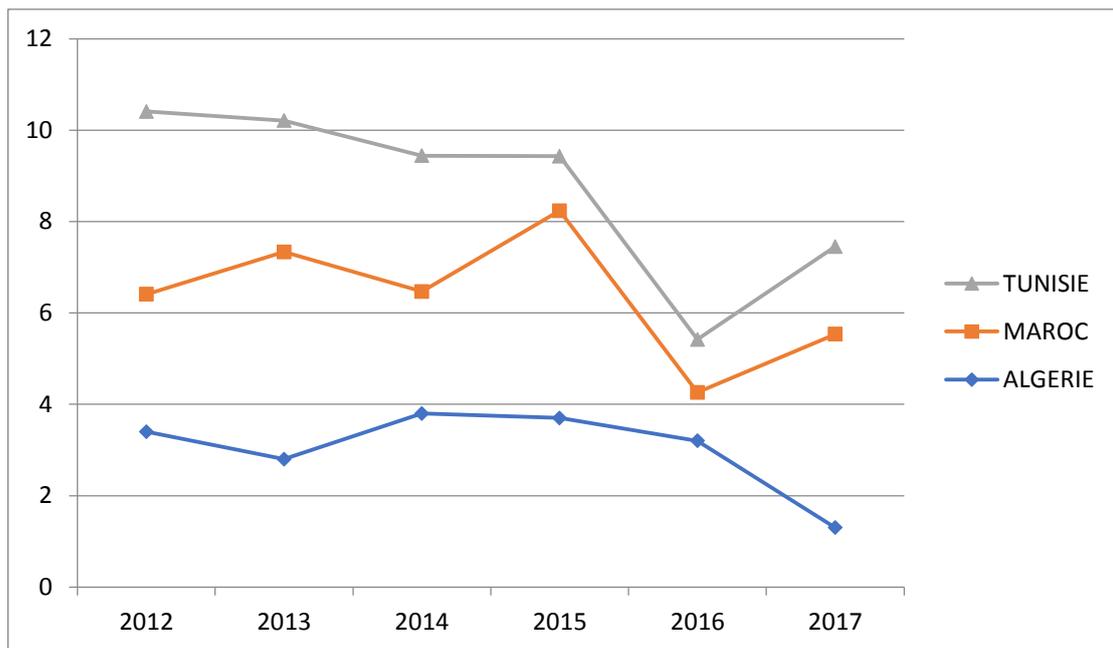
---

<sup>2</sup>: Données sur les comptes nationaux de la Banque mondiale et fichiers de données sur les comptes

Nationaux de l'OCDE.

## Chapitre I : Le système boursier en Algérie, Tunisie et Maroc

**Figure01** : Evolution du PIB



Source : propre création

Au **Maroc**, la croissance économique est caractérisée par une évolution en dents de scie, marquant des hauts et des bas selon les variations de la production agricole qui a toujours été forte dépendante des conditions climatiques. En conséquence, l'évolution de la croissance est caractérisée par une forte volatilité. Cette volatilité qui semble être structurelle gêne le bon fonctionnement du processus d'accumulation de la richesse à même de générer la croissance et garantir sa pérennité. Toutefois, c'est le pays qui enregistre la meilleure performance et cela est dû à la forte reprise du PIB non agricole de 4,5% en 2015, il a été tiré par la bonne performance des secteurs manufacturiers et a permis de compenser une contraction dans le secteur primaire, la poursuite de la bonne performance du secteur non-

## Chapitre I : Le système boursier en Algérie, Tunisie et Maroc

---

agricole, y compris le secteur touristique, ainsi qu'une bonne récolte céréalière devraient amener la croissance du PIB global en 2017 à environ 4,5 à 5 %.

Malgré son exposition aux mêmes chocs exogène que le Maroc (sécheresse successive, renchérissement des cours pétroliers...), la Tunisie n'est pas loin derrière le Maroc affiche de bonnes performances économiques avec un taux de croissance annuel moyen de 4,5 %.

Quant à l'Algérie, le secteur des hydrocarbures constitue la principale source de croissance. En outre la croissance du PIB a connu une stabilité avec un PIB moyen de 3.03% avec une chute en 2017 de 1.3%.

### 1.2 Inflation, prix à la consommation (% annuel)

L'inflation telle que mesurée par l'indice des prix à la consommation reflète les variations du coût d'un panier de biens et services acheté par le consommateur moyen. Le contenu de ce panier peut être fixe ou être modifié à intervalles réguliers.

**Tableau N°2 : évolution du taux d'inflation (% annuel)**

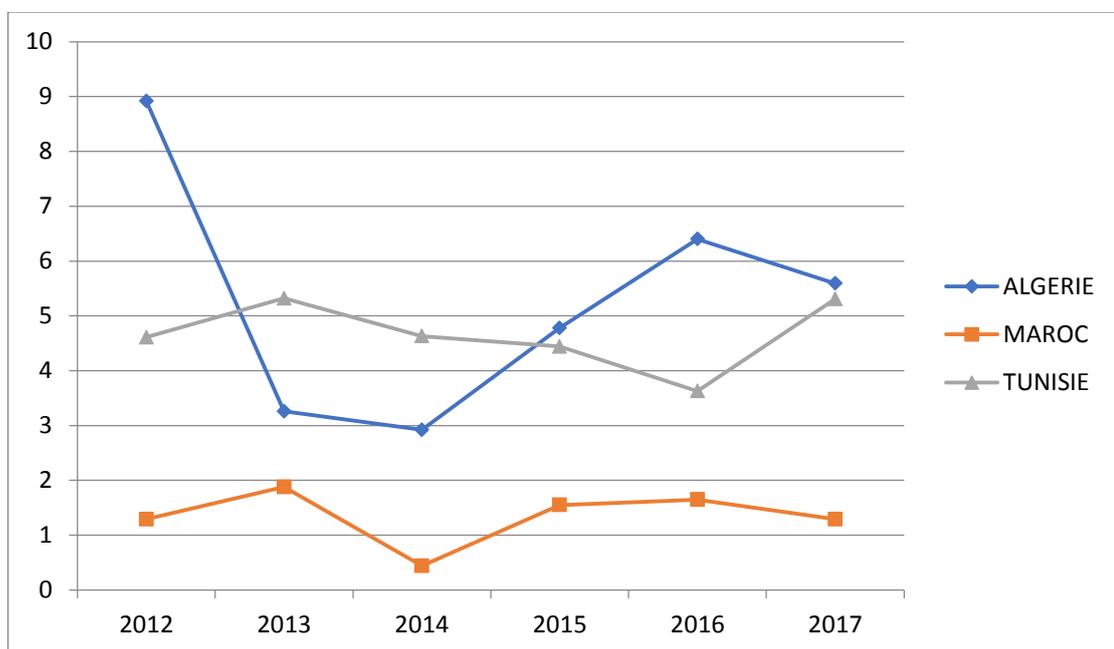
	ALGERIE	MAROC	TUNISIE
2012	8,92	1,29	4,61
2013	3,26	1,88	5,32
2014	2,92	0,44	4,63
2015	4,78	1,55	4,44

## Chapitre I : Le système boursier en Algérie, Tunisie et Maroc

2016	6,4	1,65	3,63
2017	5,59	1,29	5,31

**Source :** la banque mondiale

**Figure N°2 :** évolution du taux d'inflation (% annuel)



**Source :** propre création

En Algérie, l'évolution des indices des prix à la consommation est favorable situant les taux d'inflation à des niveaux acceptables. Après deux années consécutives d'accélération de l'inflation, qui l'ont portée de 2,9 % en 2014 à 6,4 % en 2016, le rythme annuel moyen de progression de l'indice des prix à la consommation s'est ralenti en 2017 pour s'établir à 5,6 % pour l'indice du Grand Alger et à 5,9 % pour l'indice national.

La Tunisie a appliqué à partir de 1993, une politique monétaire déflationniste pour maintenir le taux d'inflation autour de 3%. Le Maroc a accompli ces dernières années des

# Chapitre I : Le système boursier en Algérie, Tunisie et Maroc

---

progrès significatifs dans le domaine économique et financier. Cependant le taux d'inflation au Maroc positionnée à 1%.

Parmi les trois pays du Maghreb, le Maroc fait bonne figure en termes de réformes économiques et institutionnelles. Tout comme la Tunisie, il a su mener sans dégâts sa réforme du secteur financier. L'Algérie a pris le train en marche afin de réduire le gap par rapport à ses deux voisins. Cependant, il est à signaler que le Maroc a été le premier à démarrer le processus en 1986, suivi de la Tunisie en 1987. L'Algérie ne leur a emboîté le pas qu'en 1989 avec un net ralentissement pendant les années 90, où la seule préoccupation des autorités était la stabilité politique et sécuritaire.

## **L'historique du système boursier Maghrébin**

### **L'historique de La bourse d'Alger :**

« L'idée de création d'une bourse à Alger est apparue en 1990 dans le cadre des réformes économiques de 1988. En 1990 a été constituée la société des valeurs mobilières (SVM), son capital est détenu par les 8 fonds de participation. Son capital en 1992 est passé à 9 320 000 DA, en cette même année sa raison social a été modifiée aussi et est devenue « Bourse des valeurs mobilières (BVM) ». En l'absence de lois spécifique et de code de commerce adapté à l'économie de marché la bourse n'a pu exercer.

Débuts effectifs de la bourse d'Alger :

25 mai 1997 par la constitution du SGBD pour six banques publiques : BADR, BEA, BNA, CNEP-BANQUE, CPA, BDL.

13 septembre 1999, première cotation à la bourse d'Alger avec l'entreprise publique agroalimentaire ERIAD Sétif, qui ouvre 20 % de son capital.

20 septembre 1999, le groupe pharmaceutique public Soidal, est coté à son tour à la bourse d'Alger.

## Chapitre I : Le système boursier en Algérie, Tunisie et Maroc

---

14 février 2000, l'EGH El Aurassi, société de gestion de l'hôtel public El Aurassi entre aussi à la bourse d'Alger.

7 mars 2011, Alliance Assurances, dix ans après la dernière introduction, devient la première entreprise privée algérienne à faire son entrée en bourse, le titre sera coté en février 2014.

7 avril 2013, NCA Rouïba, ouvre son capital.

18 janvier 2016, Le groupe pharmaceutique privé Biopharm mettra en vente, un total de 5 104 375 actions ordinaires, représentant une part de 20% de son capital social. »<sup>3</sup>

### **Historique du marché boursier marocain<sup>4</sup>:**

La Bourse des valeurs de Casablanca a vu le jour en 1929 sur l'initiative des principales banques privées exerçant leur activité au Maroc, sous le nom d'Office de compensation des valeurs mobilières.

Un arrêté du 13 juillet 1948 changera la dénomination ancienne en « Office de Cotation des Valeurs Mobilières de Casablanca ». Cet arrêté est venu ancrer officiellement l'existence de cet organisme.

Après l'indépendance et des événements qui l'ont précédé, le marché boursier connaissait une chute sans précédent, due à la fois à la fuite de capitaux et à l'exode des étrangers qui constituaient à l'époque l'essentiel de la clientèle boursière.

Quelques années après, l'apparition d'une épargne nationale disposée à s'investir en valeurs mobilières présuppose la mise en place d'une bourse structurée. Une nouvelle réforme s'imposait. Ce fut l'œuvre de la loi du 14 Novembre 1967 qui traduisait ainsi la volonté des

---

<sup>3</sup> <http://www.sgbv.dz/> date de consultation : 20/08/20

<sup>4</sup> Historique, disponible à l'adresse : <http://www.casablanca-bourse.com> ; Dernière mise à jour : 09/12/2016 ; date de consultation : 20/08/20.

# Chapitre I : Le système boursier en Algérie, Tunisie et Maroc

---

pouvoirs publics de doter le marché financier marocain d'une bourse juridiquement et techniquement organisée. Ce marché prend désormais la dénomination de « Bourse des valeurs de Casablanca ».

Depuis 1993, la Bourse de Casablanca vit une seconde jeunesse suite à la promulgation d'un ensemble de textes de lois, portant réforme du marché financier et création des cadres réglementaires et techniques indispensables à son émergence.

## **Histoire de la Bourse de Tunis<sup>5</sup>**

### **Création de la Bourse :**

La création de la Bourse de Tunis remonte à 1969. Bien que cette création est relativement ancienne, le rôle de la bourse dans le financement de l'économie est demeuré limité voire insignifiant en raison de la prédominance de l'Etat et des banques dans le financement de l'économie. Ceci s'est traduit par des niveaux de création monétaire et d'inflation importants. Cette période est caractérisée par :

une facilité d'accès aux crédits bancaires et aux aides de l'Etat

une rémunération très avantageuse des dépôts auprès des banques qui étaient réglementés, protégés et exonérés d'impôts

par une fiscalité assez lourde des placements en bourse

En résumé, la bourse était perçue beaucoup plus comme un bureau d'enregistrement des transactions qu'un miroir de l'économie ayant sa place dans le financement des entreprises. Un chiffre à cet égard, la capitalisation boursière représentait à fin 1986 à peine 1% du PIB.

### **L'engagement des réformes :**

---

<sup>5</sup> Mémoire : La Bourse des valeurs mobilières de Tunis par Anonyme IHEC Carthage - Master Gestion Hôtelière et Touristique

# Chapitre I : Le système boursier en Algérie, Tunisie et Maroc

---

Dans le cadre du Plan d'Ajustement Structurel dont il faut rappeler un des buts fondamentaux à savoir la modernisation du financement de l'économie par le renforcement du rôle du marché financier, une réforme du marché financier a démarré en 1988 dans le but de mettre en place un cadre juridique moderne tendant à permettre au marché financier de contribuer au financement de l'économie.

A partir de 1988, plusieurs lois et textes ont été adoptés qui concernent notamment :

La loi n° 88-111 du 18 août 1988, concernant les Emprunts obligataires dont le but est l'ouverture du marché obligataire jadis réservé aux banques et aux entreprises non financières.

La loi n°88-92 du 2 août 1992 sur les sociétés d'investissement qui a favorisé la création de sociétés d'investissement à capital fixe (SICAF), des sociétés d'investissement à capital variable (SICAV) et des sociétés d'investissement à capital risque (SICAR).

Première modification de la loi 1969 qui a introduit des notions fondamentales telle que l'Appel Public à l'Epargne (APE).

La loi n°92-107 du 16 novembre 1992 portant institution de nouveaux produits financiers qui a permis la création des fonds communs de placement et autres produits financiers tels que les actions à dividendes prioritaires, les titres participatifs et les certificats d'investissement.

D'une manière concomitante :

Les dépôts auprès des banques sont devenus fiscalisés, les taux d'intérêts sur les dépôts ont baissé comme conséquence de la baisse du taux d'inflation

L'épargne en valeurs mobilières a bénéficié d'une fiscalité favorable : Suppression de la fiscalité sur les plus-values et sur les dividendes.

L'impôt sur les bénéfices des sociétés a baissé de 80% à 35%.

## **Comparaison entre les bourses maghrébines**

**Structure des marchés :**

# Chapitre I : Le système boursier en Algérie, Tunisie et Maroc

---

Les bourses des trois pays maghrébins sont compartimentées comme suit :

## **3.1.1 Les compartiments de la bourse de Casablanca<sup>6</sup> :**

Le fonctionnement des marchés de cotation est réglementé par le CDVM en vertu du règlement général de la bourse qu'il édicte. Le marché de la Bourse des valeurs comprend deux marchés de cotation :

Le marché central.

Le marché de Blocs.

Cette architecture, alliée au nouveau système de cotation électronique, représente la solution aux imperfections qui caractérisaient la précédente organisation du marché (Cession directes et criée).

### **Le marché central :**

Le marché central est un marché où sont confrontés tous les ordres d'achat et de vente. Toute transaction portant sur un titre coté doit obligatoirement passer par le marché central. De ce fait, on trouve la nature d'un mécanisme de négociations centralisé dirigé par les ordres.

### **Le marché de blocs :**

Du fait de l'absence d'une contrepartie suffisante, certains ordres de Bourse d'une certaine importance ne peuvent être satisfaits. Ainsi, la bourse de Casablanca regroupe l'ensemble des titres de blocs permettant l'exécution immédiate de ces ordres avec pour conditions : Un nombre de titres au moins égal à la taille de bloc fixée par la Bourse et un cours inclus dans la fourchette de prix issus de la cotation.

### **Les marchés des actions :**

La cote de la Bourse des valeurs comprend trois compartiments de négociation dont l'accès est fonction de la taille de la société, ses résultats obtenus, la part du capital à diffuser

---

<sup>6</sup> <http://www.casablanca-bourse.com/BourseWeb/content.aspx?IdLink=37&Cat=21#>

# Chapitre I : Le système boursier en Algérie, Tunisie et Maroc

---

et qui sont comme suite :

Le premier marché (principal) :

Seuls peuvent être inscrits au premier marché les titres de capital des grandes sociétés dont les conditions d'accès sont fixées par l'autorité de bourse.

Le second marché (développement) :

Peuvent accéder au second marché les entreprises de taille moyenne qui réalisent un chiffre d'affaire de plus de 50 MDH avec d'autres conditions d'admission fixées par l'autorité de bourse.

Le marché de croissance :

Créé en septembre 2000 dans le souci de répondre aux besoins de financement des jeunes entreprises, à fort potentiel de croissance, constitué majoritairement de PME et de PMI.

**Le marché obligataire :**

L'appel au marché par le biais d'émission obligataires se fait sur deux compartiments suivant l'encours de l'emprunt.

Le premier compartiment :

Sont admis à la négociation au premier compartiment les titres de créances représentatifs, d'émissions obligatoires dont l'encours minimum est de 20 millions de dirhams émanant d'une personne morale justifiant des états financiers des trois derniers exercices.

Le deuxième compartiment :

Les personnes morales candidates à ce marché doivent émettre des emprunts obligataires portant un cours minimum de 10 millions de dirhams. Justifier des bilans des trois derniers exercices certifiés.

# Chapitre I : Le système boursier en Algérie, Tunisie et Maroc

---

## **Les compartiments de la bourse de Tunis<sup>7</sup>:**

Les titres des sociétés FAPE qui sont négociés en Bourse se répartissent en deux types : Les titres qui sont admis à la Cote de la Bourse et les titres qui sont négociés sur le marché Hors-cote.

### **La cote de la Bourse**

La Cote de la Bourse est ouverte à la cotation des titres de capital et de créance émis par les sociétés anonymes qui répondent aux conditions d'admission et de séjour prévues par la réglementation boursière ainsi que des titres de créance émis par l'Etat (BTA) et les collectivités publiques locales.

La Cote de la Bourse comporte : deux marchés pour les titres de capital et un marché obligataire pour les titres de créance.

Les marchés des titres de capital : Ils se composent d'un marché principal et un marché alternatif. Ils sont ouverts aux sociétés qui répondent aux conditions de séjour exigées par la réglementation boursière.

Le marché principal : est réservé aux grandes entreprises.

Le marché alternatif : Le marché alternatif crée en 2007 est destiné à donner, aux petites et moyennes entreprises et à celles aux perspectives prometteuses, une alternative qui leur donne un accès au marché financier dans des conditions allégées et adaptées à leurs tailles, besoins et objectifs. Il s'agit d'un marché sur mesure pour les PME. Il est également ouvert aux grands projets se proposant de s'ouvrir dès le départ à l'actionnariat public. L'une des principales conditions d'accès est la diffusion de titres dans le public à hauteur de 10 % au moins du capital social ; et avoir au minimum 100 actionnaires. Les entreprises qui s'y introduisent bénéficient de l'avantage fiscal suivant : o Impôt sur les sociétés réduit à 20 % pendant 5 ans à condition de diffuser dans le public au moins 30 % du capital o Exonération

---

<sup>7</sup> BENCHABANE Meriem (Étude comparative des marchés financiers maghrébin)  
Université Mouloud MAMMERI de Tizi-Ouzou

# Chapitre I : Le système boursier en Algérie, Tunisie et Maroc

---

de la plus-value réalisée lors de l'introduction.

**Le marché obligataire :**

Ce marché est constitué par des titres de créances de l'Etat, des collectivités publiques, ainsi que des organismes de droit privés. Les emprunts obligataires doivent satisfaire certaines conditions fixées par le règlement de la bourse.

Sur ce marché peuvent être négociés les titres de créances de l'Etat tels Bons de Trésor Négociables en Bourse et les Bons de Trésor Assimilables qui sont émis par voie d'adjudication exclusivement réservé aux spécialistes en valeurs de trésor.

**Le marché hors cote :**

Ce marché est considéré comme un marché libre qui regroupe les sociétés faisant appel public à l'épargne et qui ne sont pas admises à la cote de la bourse. Ces sociétés présentent moins de garanties que les sociétés admises en cote, notamment pour les questions de transparence au niveau de l'information et de diffusion du capital au public.

### **3.1.3. Les compartiments de la bourse d'Alger<sup>8</sup> :**

La Bourse d'Alger est composée de deux compartiments :

**Le compartiment des valeurs mobilières :**

Dans ce compartiment se négocient les titres de capital et les titres de créances. En 2010, on trouve au niveau de la Bourse d'Alger cinq sociétés cotées :

Trois sociétés pour les actions (Groupe SAIDAL, EGH EL AURASSI et ALLIANCE ASSURANCES).

Trois entreprises pour les obligations non échues (Sonelgaz, Algérie Télécom et DAHLI).

---

<sup>8</sup> BENCHABANE Meriem (Étude comparative des marchés financiers maghrébins)  
Université Mouloud MAMMERI de Tizi-Ouzou.

## Chapitre I : Le système boursier en Algérie, Tunisie et Maroc

---

Les valeurs Mobilières se négocient deux fois par semaine à savoir les lundis et mercredis.

### **Les Obligations Assimilables du Trésor :**

Dans le cadre de la poursuite des réformes menées par le Ministre des Finances visant à réhabiliter le rôle de la finance de marché des capitaux dans le financement de l'économie nationale et à dynamiser le compartiment boursier, il a été procédé en date du 11 février 2008, à l'introduction des Obligations Assimilables du Trésor (O.A.T) au niveau du parquet de la Bourse d'Alger dont l'encours s'élève en 2010 à plus de 272 milliards de Dinars, en 2011 il y a 23 lignes cotées. Les Obligations Assimilables du Trésor présentant des maturités de 7, 10 et 15 ans sont négociées par l'entremise des Intermédiaires en Opérations de Bourse et les compagnies d'assurances ayant le statut de Spécialistes en Valeurs du Trésor à concurrence de cinq séances par semaine.

### **Les modes et systèmes de cotation:**

La révolution des marchés est déterminée par la capacité de traitement numérique, la baisse du coût des solutions informatiques, des mémoires et des traitements. Cet ensemble paraît garantir une capacité, à intégrer dans un cours, un prix ou la totalité de l'information disponible à chaque moment. La capacité des réseaux boursiers à gérer et à diffuser en continu des références de prix qui expriment la situation instantanée du marché de milliers de valeurs, à projeter à chaque instant la synthèse de milliers de décisions individuelles en un prix, un taux d'intérêt, un cours, à permettre à chacun, à tout moment, et presque directement, d'intervenir pour prendre position sur la base de ces informations est un puissant facteur de la multiplication des échanges, du développement et de l'accélération des transactions. En conférant, au marché les moyens techniques et système électronique développés de cotation conduirait à assurer une audience sans commune mesure et aboutirait à la recherche de fluidité, d'ubiquité et d'instantanéité. Alors qu'en est-il des bourses maghrébines ?

# Chapitre I : Le système boursier en Algérie, Tunisie et Maroc

---

## **La plateforme NSC à Casablanca <sup>9</sup>:**

La bourse de Casablanca déploie un nouveau système de cotation qui vient en remplacement de l'ancien système mis en place depuis 1997 et qui a montré ses limites en présentant des dysfonctionnements dû à l'évolution du volume des transactions qui ont été multipliées par 16 en 5 ans.

Plus avancé technologiquement, il s'agit d'une plateforme dite « V 900 du Nouveau Système de Cotation Electronique NSC ». Le NSC est en effet, un système de cotation mis en place par le premier fournisseur de solutions informatiques pour le secteur financier « Atos Euronext Market » et utilisé par plus de 15 bourses internationales développées et émergentes.

L'adoption de ce système traduit la volonté de la bourse marocaine à s'aligner aux normes internationales et d'offrir aux intervenants du marché des solutions répondant mieux à leurs besoins.

Toutes les valeurs mobilières cotées à la Bourse de Casablanca sont négociées, sur le système de cotation électronique à partir des stations de négociation mises à la disposition des sociétés de bourse. Les ordres de bourse saisis par les négociateurs des sociétés de bourse sont automatiquement classés par limite de cours et par ordre chronologique dès leur introduction sur la feuille de marché. Leur exécution est sujette à deux règles de priorité :

Priorité par rapport au prix d'abord, puis une priorité par rapport au temps de réception de l'ordre. Deux ordres de même sens à un même prix seront exécutés suivant leur ordre de saisie.

## Les méthodes de cotation :

Sur le Marché Central, les valeurs mobilières sont négociées en fonction de leur

---

<sup>9</sup> <http://www.casablanca-bourse.com/BourseWeb/Content.aspx?IdLink=39&Cat=21>

# Chapitre I : Le système boursier en Algérie, Tunisie et Maroc

---

liquidité :

- Les valeurs les moins liquides sont cotées au fixing ;
- Les valeurs moyennement liquides sont cotées au multi fixing ;
- Les valeurs les plus liquides sont cotées en continu.

La répartition des valeurs entre chaque mode de cotation est déterminée par la Bourse de Casablanca.

Le cours retenu pour le calcul des indices et la diffusion de l'Information est le dernier cours traité ou le cours ajusté en cas d'opérations sur titres.

## -La séance de cotation au fixing

La pré-ouverture : pendant cette phase, les ordres introduits, par les sociétés de bourse, sur le système de cotation électronique sont automatiquement enregistrés dans la feuille de marché sans provoquer de transactions.

L'ouverture : l'ouverture de la séance, le système électronique confronte, pour chaque valeur, les ordres présents sur la feuille de marché. Si cette confrontation le permet, il se dégage un cours d'ouverture. Ce qui favorise l'échange du plus grand nombre de titres. Puis une phase d'intervention surveillance.

## -La séance de cotation au multi fixing

Elle applique la même méthode de cotation que le fixing avec, toutefois, une seule différence : l'existence de trois ouvertures. Le Multi fixing peut donner lieu à trois cours d'ouverture au plus par séance de bourse.

## -La séance de cotation en continu

La pré-ouverture : Pendant la phase de préouverture, les sociétés de bourse transmettent au système de cotation électronique des ordres à partir des équipements mis à leur disposition. Les ordres introduits sont automatiquement enregistrés dans la feuille de marché sans

## Chapitre I : Le système boursier en Algérie, Tunisie et Maroc

---

provoquer de transactions. Ils peuvent être modifiés ou annulés. Un cours théorique d'ouverture est calculé et diffusé en permanence à chaque fois qu'un ordre est introduit, modifié ou annulé.

La séance : Après l'ouverture et jusqu'à la pré-clôture, les ordres sont exécutables en continu. La cotation en continu se traduit par la confrontation de tous les ordres au fur et à mesure de leur prise en charge par le système de cotation électronique et, si cette confrontation le permet, par la détermination d'un cours instantané pour chaque valeur et la réalisation des transactions.

La pré-clôture : Pendant la phase de pré-clôture, les sociétés de bourse transmettent, au système de cotation électronique, des ordres à partir des équipements mis à leur disposition. Les ordres introduits sont automatiquement enregistrés dans la feuille de marché sans provoquer de transactions. Ils peuvent être modifiés ou annulés. Un cours théorique de clôture est calculé et diffusé en permanence à chaque fois qu'un ordre est introduit, modifié ou annulé.

La clôture : A l'heure de clôture, il est procédé pour chaque titre à la confrontation des ordres préalablement enregistrés et, si cette confrontation le permet, à la cotation d'un cours de clôture. A cet instant, il n'est plus possible d'introduire, de modifier, ni d'annuler les ordres préalablement saisis.

Phase de cotation au dernier cours (Trading At Last) : Cette phase intervient après le fixing. C'est une phase de cotation au dernier cours traité, ou à défaut au cours de référence, pendant laquelle il est possible d'entrer des ordres et de les exécuter au dernier cours et à ce cours seulement.

Pendant la phase de cotation au dernier cours, les ordres compatibles sont appariés instantanément à l'aide de l'algorithme FIFO (basé sur la priorité temporelle).

Phase d'intervention surveillance : Pendant cette période, il n'est plus possible, pour les sociétés de bourse, de saisir des ordres, d'annuler ni de modifier les ordres préalablement saisis. La surveillance des marchés peut toutefois intervenir sur le système de cotation pour créer, annuler ou modifier des transactions et annuler des ordres. L'enchaînement des

## Chapitre I : Le système boursier en Algérie, Tunisie et Maroc

---

différentes phases d'une journée de bourse varie selon le mode de cotation (continu ou fixing) et les modalités retenues pour chaque groupe.

Dans le cadre de l'implantation de la version 900 du nouveau système de cotation (NSC) mis en place en 2008, la Bourse de Casablanca a déployé le 02 novembre 2009, la fonctionnalité « phase de cotation au dernier cours », dite également « Trading At Last ». Cette phase est programmée, pour les valeurs cotées en continu, durant les 5 minutes qui suivent le fixing de clôture (de 15h30 à 15h35). Elle permet de négocier au dernier cours traité, ou à défaut au cours de référence, les ordres saisis et exécutés partiellement ou non exécutés, ainsi que les ordres n'ayant pu être saisis durant la séance de cotation.

Le Trading At Last confère aux investisseurs plus de possibilités pour saisir les opportunités d'investissement, et plus de liquidité au marché boursier. Par ailleurs, la cotation

Au dernier cours donne la possibilité de modifier ou d'annuler certains ordres, selon des conditions bien définies. Durant cette phase, les transactions de blocs ne sont pas autorisées.

### **3.2.2. Le mode de cotation en Tunisie<sup>10</sup> :**

Depuis le 26 octobre 1996, la BVMT s'appuie sur un système de négociation informatisé avancé, il s'agit de SUPERCAC UNIX développé par EURONEXT.

Ce système est utilisé par plusieurs bourses développées (Paris, Chicago, Torons, Bruxelles...). La bourse de Tunis diffuse les informations en temps réel aux intervenants et aux investisseurs. Elle est directement reliée à l'agence internationale REUTERS et BLOOMBERG.

La bourse de Tunis a été la première bourse arabe et émergente à adopter la technologie de SUPERCAC UNIX (CAC : cotation assistée en continu). Deux modes de cotation sont adoptés : le fixing pour les valeurs les moins liquides et la cotation continue pour les valeurs les plus liquides. La négociation des titres à la Bourse de Tunis se fait quotidiennement du

---

<sup>10</sup> « La Bourse des valeurs mobilières de Tunis par Anonyme IHEC Carthage - Master Gestion Hotelière et Touristique 2005 »

# Chapitre I : Le système boursier en Algérie, Tunisie et Maroc

---

lundi au vendredi.

A partir du mois d'Octobre 2008, la Bourse de Tunis a rallongé la durée de la séance de cotation qui est passée à 5 h 10 mn. Ses marchés sont désormais accessibles de 9 h à 14 h 10 mn. Les ordres d'achat et de vente passés par les clients sont introduits dans le système de cotation pour être confrontés en fonction du degré de liquidité du titre selon deux manières :

- les valeurs les moins liquides sont cotées selon le mode du fixing.
- les valeurs les plus liquides sont cotées selon le mode continu.

Les valeurs cotées dans le système sont divisées en groupe. Chaque groupe de valeurs obéit aux mêmes règles de cotation.

## - La cotation par fixing :

La confrontation des ordres sur les valeurs cotées selon le mode du fixing se déroule de la manière suivante :

- une phase de pré ouverture, de 9h à 10h : au cours de cette phase, les ordres sont saisis sans donner lieu à des transactions. Le système ne fait qu'afficher un cours théorique d'ouverture (CTO) qui constitue le cours théorique d'équilibre à un instant donné.

L'ouverture par un fixing à 10h : Le système détermine alors le cours d'équilibre qui constitue le cours d'ouverture unique (CTO) et sert à la réalisation effective des transactions.

- Après l'ouverture de 10 h, les valeurs cotées selon le mode du fixing retournent dans une nouvelle phase d'accumulation des ordres.

La Bourse organise un deuxième fixing à 11h30 puis un dernier fixing à 13h qui va déterminer un cours de clôture.

- La négociation au dernier cours se déroule de 13h à 13h05 au cours de clôture. Dans cette phase, les ordres passés dans le système seront négociés au cours de clôture.

## - La cotation en continu :

## Chapitre I : Le système boursier en Algérie, Tunisie et Maroc

---

La confrontation des ordres sur les valeurs cotées selon le mode du continu se déroule comme suit :

- une phase de pré ouverture, de 9h à 10h : au cours de cette phase, les ordres sont saisis sans donner lieu à des transactions. Le système ne fait qu'afficher un cours théorique d'ouverture (CTO).

- l'ouverture par un fixing à 10h : le système détermine alors un cours d'ouverture unique qui sert à la réalisation effective des transactions.

- Après l'ouverture et au cours de la séance en continu (de 10h à 14h) : l'entrée d'un ordre dans le système peut provoquer une transaction instantanée dès lors qu'il existe une limite compatible de sens opposé.

- Une phase d'accumulation des ordres de 14h à 14h05 : dans cette phase les ordres sont saisis sans provoquer des transactions, le système ne fait qu'afficher un cours théorique d'ouverture (CTO) qui constitue le cours théorique d'équilibre à un instant donné.

- Un fixing de clôture à 14h05 : le système détermine alors le cours d'équilibre qui sert à la réalisation effective des transactions, c'est le cours de clôture. • La négociation au dernier cours se déroule de 14h05 à 14h10 au cours de clôture. Dans cette phase, les ordres passés dans le système seront négociés au cours de clôture.

### **3.2.3. La cotation à la bourse d'Alger<sup>11</sup> :**

La méthode de cotation retenue par la bourse d'Alger est la cotation au fixing électronique ce qui permet d'établir un cours quotidien en confrontant pendant une durée déterminée les ordres d'achat et de vente pour arrêter un cours d'équilibre, la confrontation des ordres est faite par outil informatique. Les séances se tiennent deux fois par semaine lundi et Mercredi. La séance débute à 9h30 du matin et prend fin avant midi, elle se déroule selon les phases suivantes :

---

<sup>11</sup> <http://www.sgbv.dz/?page=rubrique&lang=fr&mod=21>

# Chapitre I : Le système boursier en Algérie, Tunisie et Maroc

---

9h20 : appel électronique des IOB

9h30 : ouverture de la séance

10h15 : saisie des ordres par les agents négociateurs sur la station de négociation

10h30 : impression des registres saisis pour vérification

10h40 : traitement des ordres saisis

10h50 : traitement des blocs, déclaration et enregistrement des transactions de blocs

11h05 : affichage et édition des résultats

11h15 : clôture de la séance L'instauration d'un système de cotation électronique permettra d'aller en avant vers la cotation au continu. En effet, ce système est valable pour un petit marché tel que celui de l'Algérie ou seulement six IOB interviennent.

### **3.3. La capitalisation boursière :**

La capitalisation boursière d'une entreprise est la somme d'argent qu'elle vaut en bourse. Pour la calculer, on compte le nombre d'actions que l'on multiplie par la valeur de l'action. La capitalisation boursière varie donc parallèlement au cours des actions de l'entreprise. La valeur des actions effectivement cotées en bourse représente le flottant (la valeur de la part du capital libéré). La capitalisation boursière d'une bourse n'est autre que la somme des capitalisations boursières de l'ensemble des entreprises qui y sont cotées.

La capitalisation boursière, qu'elle soit globale ou flottante, permet entre autres de comparer une place boursière par rapport à une autre, évaluer le poids des entreprises cotées dans l'économie, mesuré par le rapport capitalisation globale de la place sur le PIB, donner une idée sur la représentativité d'un secteur, le poids d'un secteur donné étant mesuré par le rapport : capitalisation du secteur sur la capitalisation de la place ; valoriser une entreprise à un moment donné, calculer les indices boursiers. Enfin, « la capitalisation boursière reflète le prix des actifs, qui sont censés représenter la valeur actualisée des dividendes futurs. La

## Chapitre I : Le système boursier en Algérie, Tunisie et Maroc

---

capitalisation boursière reflète donc les anticipations de croissance pour les années à venir »<sup>12</sup>

**Tableau N° 03** : capitalisation boursière en millions de dollars.

	Algérie	Maroc	Tunisie
2012	166.81	52480	8887
2013	176.83	53831	8601
2014	168.28	52747	8744
2015	144.01	45928	8819
2016	414.17	57580	8450
2017	353.14	67048	8925

**Source** : la banque mondiale.

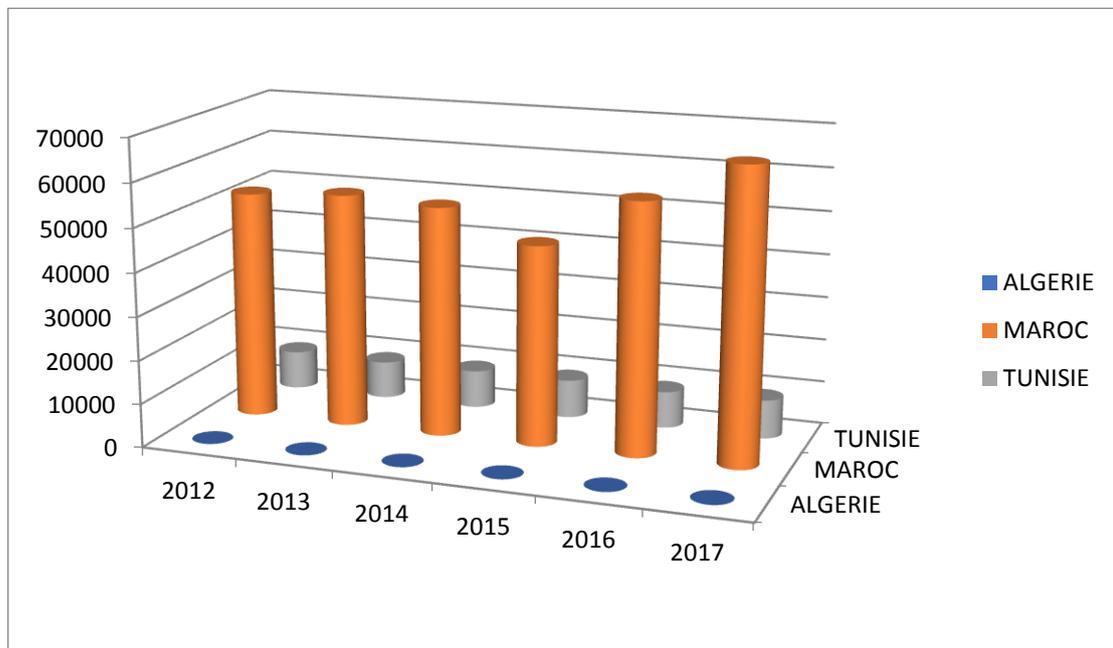
---

<sup>12</sup>

A.BOZIO, « la capitalisation boursière en France au XXe siècle », mémoire DEA, 2002, P 12

## Chapitre I : Le système boursier en Algérie, Tunisie et Maroc

**Figure N° 03** : Evolution de la capitalisation boursière dans les trois pays



**Source** : propre création

L'évolution de la capitalisation boursière dans le petit Maghreb durant la dernière décennie fait apparaître des divergences notables ; c'est la bourse de Casablanca qui a enregistré la plus grande performance entre 2012 et 2017 ; avec une croissance annuelle moyenne de 3% suivi de la bourse de Tunis avec une croissance annuelle moyenne de 1% .la bourse de Tunis a connu une quasi-stagnation sur la période d'étude,

Il apparait bien que les deux bourses d'Alger et de Casablanca ont connu des baisses entre 2014 et 2015 du probablement à l'effet du choc pétrolier de 2014.

La capitalisation boursière en Algérie est insignifiante comparée à celle de ces deux pays voisins ; sa croissance moyenne annuelle est de 3%. La faiblesse de la capitalisation boursière est essentiellement due au faible nombre de sociétés qui y sont cotées.

### **3.4. Les indices boursiers :**

Les indices boursiers constituent une référence pour évaluer la performance d'une

## Chapitre I : Le système boursier en Algérie, Tunisie et Maroc

---

bourse ou d'un secteur. Ils permettent également aux investisseurs d'apprécier la pertinence des placements effectués par les gestionnaires de portefeuille. Les concepteurs d'indices boursiers appartiennent à plusieurs catégories, ça peut être :

Des groupes de presse, exemple Nihon Keizai (indice Nikkei), Dowe Jones &Co (plus de 3000 indices DJ) ;

Des bourses comme exemple le Tokyo Stock Exchange (indice Topix), Euronext Paris (indice Cac 40) ;

Des agences de notation, comme Standard and Poor's (indice S&P 500) ;

Plusieurs partenaires peuvent s'associer entre bourse, groupe de presse et agences de notation pour créer un indice.

En Tunisie, Le premier indice de marché a été lancé le 30 septembre 1990 sous le nom de l'Indice BVMT. L'indice TUNINDEX et les indices sectoriels ont été créés respectivement le 31 décembre 1997 et le 31 décembre 2005<sup>20</sup>. Quant au Maroc, l'ancien indice IGB crée en 1986 a été remplacé par l'indice Masi en 2002 et création de l'indice Madex composé des valeurs les plus actives de la cote et suivi des indices sectoriels. A compter du 1er décembre 2004 la Bourse de Casablanca a adopté une nouvelle méthodologie de calcul de ses différents indices, basée sur le principe du flottant. Ce mode de calcul, retenu par les principales bourses internationales, vise à apporter une plus grande cohérence entre la réalité boursière des sociétés cotées et la traduction de cette réalité dans les indices. La Tunisie, suit le pas en adoptant la même méthodologie de calcul du Tunindex et l'abandon du calcul de l'indice BVMT à partir du 02 janvier 2009. Pour mesurer la performance de ces deux bourses en compare l'évolution des deux indices Masi et Tunindex car ces deux indices statistiques de type rendement (les dividendes sont réinvestis), mesure la tendance générale du marché des Bourses respectives du Maroc et de la Tunisie en d'autres termes, ils sont composés de l'ensemble des valeurs cotées (75 pour le Maroc et 56 pour la Tunisie).

La différence qui existe dans le mode de calcul du Masi et du Tunindex réside dans la pondération maximum d'une valeur dans l'indice elle est limitée à 15% pour le Tunindex, alors que pour le Masi elle est limitée à 20% de la capitalisation flottante de l'indice.

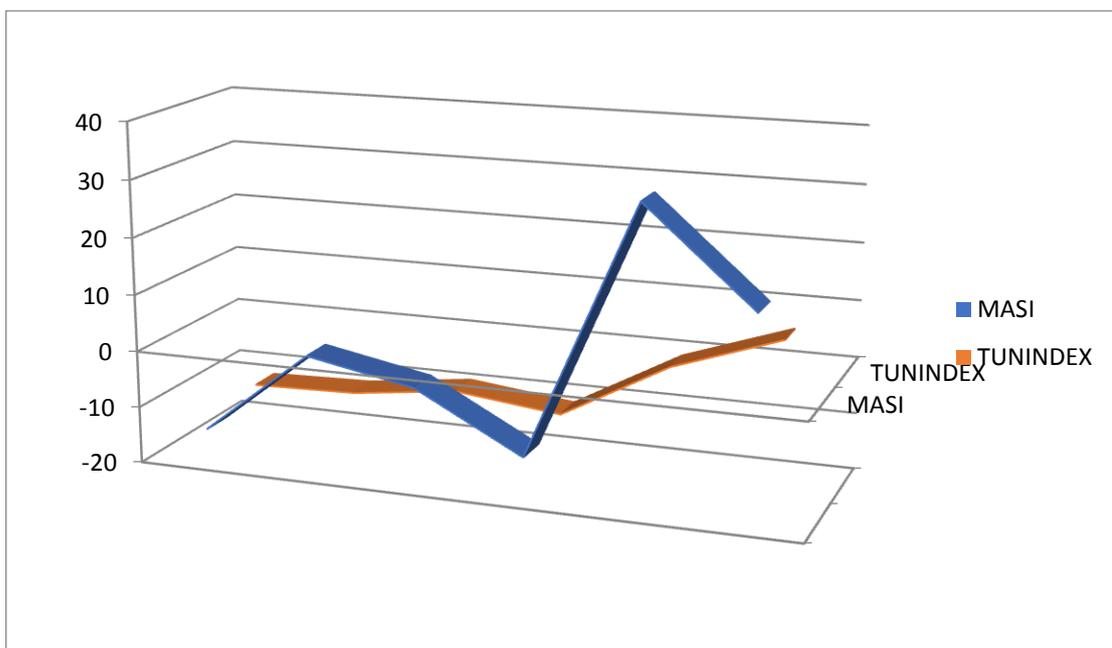
## Chapitre I : Le système boursier en Algérie, Tunisie et Maroc

**Tableau N°04** : Evolution des indices boursiers MASI et TUNINDEX.

Année	MASI	TUNINDEX
2012	-14.698	-12.066
2013	0.48	-11.593
2014	-3.135	-9.279
2015	-13.226	-11.474
2016	31.519	-0.979
2017	14.98	5.612

**Source** : la banque mondiale

**Figure N°04** : Evolution des indices boursiers MASI et TUNINDEX.



**Source** : la banque mondiale.

# Chapitre I : Le système boursier en Algérie, Tunisie et Maroc

---

L'évolution est également contrastée au niveau des indices du marché, on constate une évolution remarquable de l'indice MASI entre 2012 et 2013 après ce dernier a connu une baisse en 2014 et 2015 après il a connu une augmentation très élevée en 2016 de 31.5%.

Par contre le TUNINDEX a de son côté évolue d'une manière stagnante de 2012 à 2016 après il a connu une croissance de 5,6%.

## 1.1.4 Section 02 : la sensibilité du système boursier au choc pétrolier

Pendant ces dernières années, le prix du baril a fortement fluctué, surtout à la baisse. Notons qu'entre septembre 2014 et Janvier 2015, ce dernier a chuté de 55% suite à la décision de l'OPEP de maintenir inchangé son niveau d'offre qui vient s'ajouter à un ralentissement économique de certains pays émergents notamment la Chine et la montée en croissance de la production du pétrole de schiste par les Etats-Unis. Cet écroulement des prix pétroliers ne cesse de se prolonger provoquant ainsi une augmentation du revenu des ménages des pays importateurs en plus d'une réduction des coûts de production des entreprises industrielles et une baisse des recettes, budgets et soldes extérieurs dans les pays exportateurs.

Dans une première partie, nous parlerons de l'évolution de prix de pétrole, la dépendance des trois pays de petit Maghreb au pétrole. Dans une deuxième partie, nous analysons les conséquences du choc pétrolier sur le système boursier au niveau mondial et régional.

### L'évolution du prix du baril du pétrole<sup>13</sup>

Le secteur des hydrocarbures est entré en récession en 2006 et depuis, la tendance décroissante de la valeur ajoutée s'est poursuivie, enregistrant des variations annuelles négatives oscillant entre 0.9% et 6%. En 2010, la valeur ajoutée du secteur recule de 2.6% en

---

<sup>13</sup> SAUSSAY, A, GUILLOU, A , BOISSEL, C « baisse des prix du pétrole : aubaine économique, défi écologique» Disponible sur:[http://tnova.fr/system/contents/file/000/000/529/original/12052015\\_\\_baisse\\_des\\_prix\\_du\\_p\\_trole\\_aubaine\\_conomique\\_d\\_fi\\_cologique.format.pdf](http://tnova.fr/system/contents/file/000/000/529/original/12052015__baisse_des_prix_du_p_trole_aubaine_conomique_d_fi_cologique.format.pdf) .(consulté le 12/08/20)

## Chapitre I : Le système boursier en Algérie, Tunisie et Maroc

---

volume et sa valeur a progressé de 34.5%. En relation avec la reprise de la croissance mondiale et de la demande, les prix des hydrocarbures sur le marché mondial se sont nettement redressés en 2010, après leur repli non moins important en 2009. Le cours moyen du baril de pétrole brut a augmenté de 28.7% à 8.4% dollars contre 6.6 dollars le million de BTU.

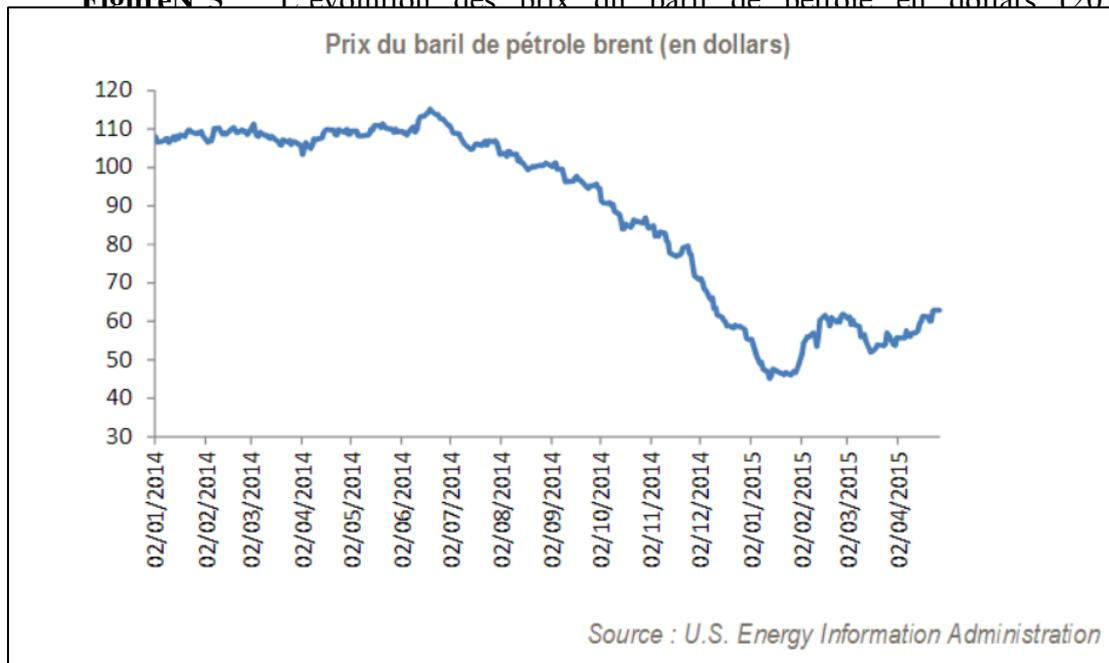
La hausse des cours a porté la valeur des exportations à 56.12 milliards de dollars en 2010 en hausse de 26.4% malgré la réduction de 1.78% des quantités exportées à 116.4 millions de tonnes équivalent pétrole (TEP) avec une forte baisse de 6.2% des hydrocarbures liquides à 62.1% millions de tonnes équivalent pétrole (TEP), compensée par une notable progression de 3.8% des hydrocarbures gazeux à 54,3 millions de TEP. Le recul des volumes exportés tient à la forte baisse (26.1%) des exportations des compagnies étrangères associées, celles de la compagnie nationale progressant légèrement de 0.3%.

La timide reprise de la croissance dans les pays avancés et son ralentissement dans les pays émergents et en développement, la faiblesse de la demande et l'offre excédentaire ont conduit les prix des hydrocarbures liquides et gazeux à la baisse.

Après le retournement du premier trimestre 2012, la tendance baissière des prix s'est poursuivie en 2013 et s'est amplifiée l'année suivante. Le cours annuel moyen du baril de pétrole brut a baissé de 8.02% à 100.23 dollars /baril après avoir reculé de 1.35% à 109.55 dollars/baril en 2013 contre 111.05dollars/baril en 2012 et celui des hydrocarbures gazeux a suivi la même tendance décroissante en perdant 3.79% à 10.47 dollars le million de BTU l'année précédente. Au total, le recul des prix et des quantités exportées d'hydrocarbures tant liquides que gazeux (-1.6% à 98.47 millions tonnes équivalent pétrole) ont abouti à la baisse de 8.33% des recettes d'exportation à 58.36 milliards de dollars.

## Chapitre I : Le système boursier en Algérie, Tunisie et Maroc

**Figure N°5** : L'évolution des prix du baril de pétrole en dollars (2014-2015)



**Source** : U.S. Energy Information Administration

A travers cette figure supra nous déduisons que les cours du prix du baril de pétrole en commencer leur chute drastique depuis le début d'été 2014 passants de 110 \$ le baril de pétrole jusqu'à 55\$ le baril au 02/01/2015\*. Par la suite il connaît une légère augmentation au mois d'avril atteignent 60\$ le baril.

La récession du secteur des hydrocarbures se poursuit pour les neuvièmes années consécutives à un rythme cependant nettement plus lent que les années précédentes. Le cours du pétrole a connu une violente chute au second semestre de 2014, passant de 112 \$ au 1<sup>er</sup> juin 2014 à 50 \$ à mi-janvier 2015, soit un recul de 55 % en à peine plus de 6 mois. Sa valeur ajoutée a diminué de 0.6% en 2014 contre 5.5% l'année précédente et, en neuf années, la perte cumulée de la valeur ajoutée avoisine deux cinquièmes (38.9%). Avec une valeur ajoutée de 4657.8 milliards de dinars (57.8 milliards de dollars), les hydrocarbures ne génèrent plus que 27.0% du flux de richesses (PIB) contre 29.8% l'année précédente et contribuent négativement à sa croissance, sans interruption depuis 2006, à hauteur de 5.5% en 2014 contre 67.4% en 2013.

Après une légère remontée au printemps 2015. (60USD/baril en mai), due

# Chapitre I : Le système boursier en Algérie, Tunisie et Maroc

---

essentiellement à la hausse saisonnière de la demande américaine, le prix est reparti à la baisse à la fin de l'été. Le WTI est tombé sous la barre des 40 USD/baril fin août 2015. Ils s'établissaient à 45USD/baril le 9 septembre 2015<sup>14</sup>.

## **La dépendance des pays maghrébins au pétrole :**

### **L'importance de pétrole dans l'économie algérienne**

« Le poids des hydrocarbures dans l'économie algérienne est la Principale ressource économique, le pétrole constitue la principale source de revenu (98% du total des exportations algérienne). Les recettes des hydrocarbures durant la dernière décennie ont permis de financer les différents programmes de relance économique et de réduire considérablement la dette extérieure du pays. En effet, le PIB demeure fortement influencé par le comportement de la production dans le secteur des hydrocarbures, compte tenu du poids de ce dernier dans la formation du PIB »<sup>15</sup>.

Ainsi, il faut retenir qu'à la fin des années 1980 et durant les années 1990 (période de l'avant boom pétrolier des années 2000), le secteur des hydrocarbures représentait une moyenne de 25,71 % du PIB. Par la suite, la période allant de 2000 à 2012 se caractérise par des cours pétroliers très élevés. Ce qui se répercuterait de nouveau sur le poids du secteur des

---

<sup>14</sup> COPINSCHI, P. « L'impact de la baisse du prix de pétrole sur les pays producteur d'Afrique équatorial» 83

Disponible sur : [http://www.grip.org/sites/grip.org/files/NOTES\\_ANALYSE/2015/Notes%20%20Afrique%20](http://www.grip.org/sites/grip.org/files/NOTES_ANALYSE/2015/Notes%20%20Afrique%20)

EQ/OBS2011 -54\_GRIP\_NOTE-23\_P%C3%A9trole.pdf. (Consulté le 12/08/20).

<sup>15</sup> OUKACI, K.SOUFI, N. « Impact de la baisse des prix du pétrole sur l'économie algérienne évaluation à l'aide 68

d'un modèle d'équilibre général calculable (MEGC) » [en ligne].In : Les politiques d'utilisation des ressources

énergétiques : entre les exigences du développement national et la sécurité des besoins internationaux. Format PDF.

Disponible sur : <http://eco.univ-setif.dz/uploads/A201.pdf> (Consulté le 20/06/2017).

## Chapitre I : Le système boursier en Algérie, Tunisie et Maroc

---

hydrocarbures dans la richesse nationale du pays. La part des hydrocarbures dans le PIB à prix courants est passée de 40% en 2000 à 35,5% en 2001. Cela est dû principalement à la baisse du prix du baril du pétrole qui a été en moyenne, sur 2001, de 24,8 dollars contre 28,5 dollars en 2000.

L'évolution de la valeur ajoutée de l'année 2002 indique un redressement avec une croissance d'environ 3,7%, après une baisse de 1,6% en 2001. Les quantités produites en 2002 ont été en légère progression pour le brut, stables pour les hydrocarbures gazeux et en baisse pour les produits raffinés et le condensât<sup>16</sup>.

Le secteur des hydrocarbures a consolidé en 2003 sa position prépondérante dans l'économie. Avec une croissance réelle de 8,8%, ce secteur a enregistré sa plus forte progression des dix dernières années, grâce à l'entrée en production de nouveaux gisements.

Les progressions des branches de pétrole brut et de liquéfaction du gaz naturel ont été, respectivement, de 33% et de 5,3%, dans un contexte de bonne tenue des prix sur le marché international de l'énergie.

La croissance globale du secteur a été de 5,8% en 2005, pour une croissance du PIB de 5,1%. La production de pétrole brut a enregistré une croissance d'environ 5,4%, due essentiellement à l'augmentation de la production des associés de la Sonatrach. En 2006, la production pétrolière a affiché une légère baisse, en raison de problèmes techniques ; et la part des hydrocarbures dans le PIB a été de 44%. En 2007 Le secteur pétrolier représentait 45% du PIB.

---

<sup>16</sup> CHIKH-AMNACHE, S. Le syndrome hollandais: aspects théoriques et vérification empirique, en référence à l'économie

algérienne [en ligne]. Thèse de doctorat. Sciences Economiques, Université Mouloud Mammeri, Tizi-Ouzou, FSEGC,

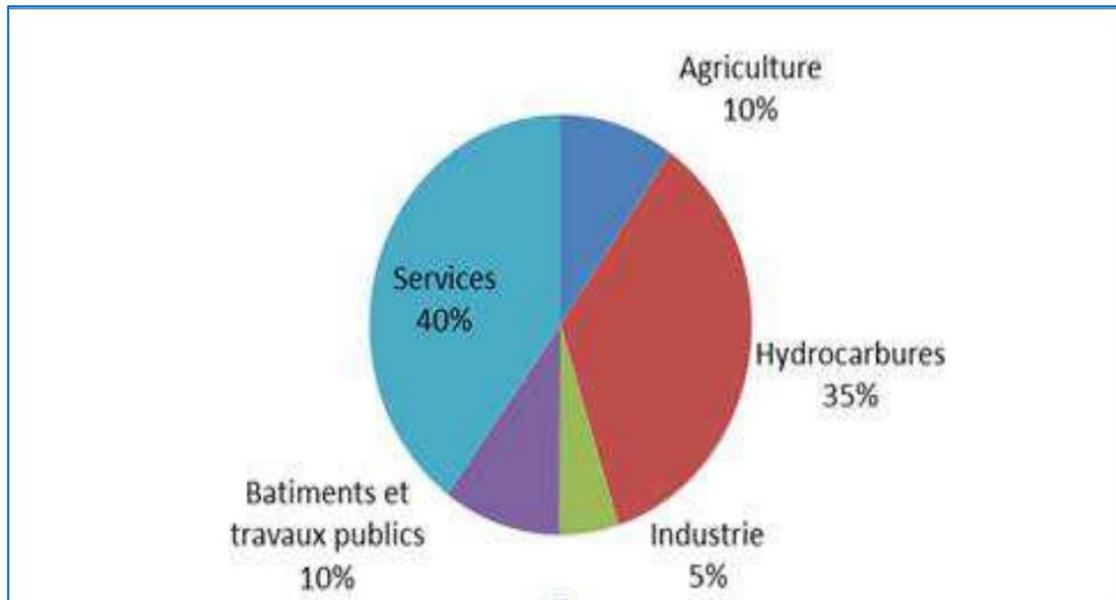
2015, P164.Format PDF. Disponible sur : [http://www.ummo.dz/IMG/pdf/Sabrina\\_CHIKH-AMNACHE.pdf](http://www.ummo.dz/IMG/pdf/Sabrina_CHIKH-AMNACHE.pdf). (Consulté

le 13/08/2020)

## Chapitre I : Le système boursier en Algérie, Tunisie et Maroc

---

**Figure N°6 :** La structure du PIB en Algérie.



**Source :** OUKACI. K et SOUFLIN « l'impact de la baisse des prix du pétrole sur l'économie algérienne : évaluation à l'aide d'un modèle d'équilibre générale calculable (MEGC).PDF, P 4.

Durant la période allant de 2000 à 2012, le secteur des hydrocarbures contribue à hauteur de 40%, en moyenne, au PIB. Avec un taux maximal correspondant au plus fort niveau du prix du pétrole, en 2008 (où le secteur pétrolier représente la moitié du PIB, en pourcentage) ; et une valeur minimale de 35,32%, en 2009 avec la chute des prix et de la demande d'hydrocarbures, suite à la crise internationale.

### **L'importance de pétrole dans l'économie tunisienne <sup>17</sup>:**

La production nationale de pétrole brut a atteint 3.309 millions tonnes. On enregistre

---

<sup>17</sup> Dhaoui, Iyad, The impacts of falling oil prices on the Tunisian economy, Research Unit Money, Development and Infrastructures (MODEVI), Faculty of Economics and Management of Sfax, May 2015. P8.( <https://mpr.ub.uni->

# Chapitre I : Le système boursier en Algérie, Tunisie et Maroc

---

ainsi une baisse par rapport aux années précédentes. Cette baisse s'explique notamment par le déclin de la production de la plupart des champs et les arrêts de production de certains champs.

La Tunisie est à la fois importatrice et exportatrice des produits pétroliers. Durant la dernière décennie, le solde énergétique est déficitaire. Le bilan de pétrole pour l'année 2012 s'est soldé par un déficit énergétique de 403.2 Ktep en accroissement de 43.58% par rapport à 2011. Cet important déficit s'explique surtout par la forte augmentation de la consommation de pétrole de 3.12% avec une baisse des ressources (-2.02%). La consommation augmente avec un rythme presque constant de 5% par an.<sup>15</sup> Le pétrole est l'énergie finale la plus consommée avec une part qui dépasse les deux tiers.

Avec l'augmentation des prix de pétrole, avant 2014, 60% des besoins en produits pétroliers sont assurés par l'importation. Par ailleurs, l'examen du poids des produits pétroliers dans l'exportation totale de la Tunisie montre que cette part était importante durant la période d'avant 1985 qui était de l'ordre de 40% par an. Après, on a enregistré une chute continue de cette part qui atteignait environ 7% en 2012.

Face à la nouvelle donnée sociopolitique du pays et à une demande en pétrole sans cesse croissance, le système énergétique actuel se trouve au cœur des enjeux de différents ordres. Ainsi, des enjeux stratégiques s'articulent comme par exemple la sécurité d'approvisionnement. Aussi, le débat autour du sujet de la compensation s'impose comme un enjeu économique majeur. D'autres enjeux sociaux et environnementaux apparaissent comme la précarité et la qualité de vie.

### **2.3. L'importance de pétrole dans l'économie marocaine<sup>18</sup> :**

Tant un pays qui importe près de 98% de ses besoins en pétrole, l'économie marocaine sous-agrandissement des effets des variations des cours internationaux de ce produit de base.

---

<sup>18</sup> Sara Zouiri, Jaouad Laamire et Zakaria El Faiz (Ouverture et vulnérabilité de l'économie marocaine face aux chocs extérieurs, le cas des chocs des prix des produits pétroliers) ;2019.

## Chapitre I : Le système boursier en Algérie, Tunisie et Maroc

---

Pour atténuer ces effets, le Maroc a instauré un système de subvention dont l'objectif est la régularisation de l'approvisionnement du marché des produits de base et de la protection du pouvoir d'achat des consommateurs. Mais avec la dégradation des équilibres macro-économiques depuis la crise internationale de 2007, le gouvernement a procédé, à partir de 2013, à la décompensation de plusieurs produits, dont principalement les produits pétroliers.

Selon le ministère de l'énergie, la facture énergétique est passée de 19,1 milliards de dirhams en 2002 à 106,6 milliards DH en 2012 en raison de la hausse qu'ont connu les cours du pétrole qui sont passés de 28 dollars le baril en 2000 à 111 dollar le baril en 2012 avant de se stabiliser (la facture énergétique) à 54,4 milliards DH en 2016 avec la baisse des prix de pétrole qui sont passés à 43 dollars le baril<sup>4</sup>. La hausse de la facture énergétique a eu un double effet, à la fois sur le budget de l'État par le biais de la caisse de compensation et sur la balance commerciale.

### **Les conséquences du choc pétrolier sur le système boursier :**

#### **Définition du choc pétrolier<sup>19</sup>:**

Les études qui ont été examinées jusqu'à présent dans ce rapport ont utilisé les variations des prix du pétrole, mesurées par la première différence logarithmique, pour évaluer la relation entre le pétrole et le marché boursier. Cependant, il est également important d'identifier les sources qui provoquent la variation des prix du pétrole pour mieux comprendre la relation entre le pétrole et les performances boursières.

Ainsi, avant d'étudier cette relation mentionnée ci-dessus, nous devons d'abord définir un choc sur les prix du pétrole. En bref, un choc sur les prix du pétrole reflète une variation du prix du pétrole due à un changement imprévu des fondamentaux du marché pétrolier (c'est-à-dire l'offre ou la demande mondiale de pétrole).

---

<sup>19</sup> P. Artus, A. d'Autume, P. Chalmin et Jean-Marie Chevalier (Les effets d'un prix du pétrole élevé et volatil) Paris, 2010.

# Chapitre I : Le système boursier en Algérie, Tunisie et Maroc

---

Hamilton (2009a, 2009b) soutient que les prix du pétrole changent en réponse à des événements géopolitiques ou économiques, ce qui suggère que les prix du pétrole changent en raison de perturbations de l'offre (chocs du côté de l'offre) ou de la croissance / ralentissement économique (chocs du côté de la demande).

En particulier, les chocs du côté de l'offre sont dus à des événements tels que la guerre du Yom Kippour en 1973, la révolution iranienne en 1978, l'invasion irakienne de l'Iran et du Koweït en 1980 et 1990, respectivement, le printemps arabe en 2010 ou les troubles syriens en 2011.

## **3.2. Les conséquences Au niveau mondial :**

La chute du prix du pétrole a eu un impact négatif sur les marchés financiers internationaux. En effet, cette baisse a plombé les places boursières des Etats du Moyen-Orient, gros producteurs de pétrole. La Bourse de Dubaï a subi l'une de ses plus grosses pertes : -7,4% en une journée. Le marché d'Abou Dhabi, le deuxième marché des Émirats Arabes Unis, a chuté de 4,4%. Le repli de l'or noir conduit aussi les industriels à accélérer les coupes dans leurs investissements, voire dans leurs effectifs.

D'ailleurs, BP, Statoil et Chevron ont annoncé, ces dernières semaines, la réduction de leurs investissements et la suspension de certains projets. Le coup de frein avait en réalité commencé début 2014, avant même la chute des cours. Résultat : la progression des investissements n'a été que de 5% cette année (à 734 milliards de dollars), la plus faible depuis 2010, selon l'Institut français du pétrole Énergies nouvelles (IFP EN).

Cette chute persistante du prix du baril pénalise également fortement certains pays producteurs pour qui la manne pétrolière est une composante essentielle de l'économie nationale. C'est le cas pour la Russie, le Venezuela, le Nigeria, l'Irak, l'Iran, l'Algérie et la Libye où le prix d'équilibre pour boucler le budget se situe très au-dessus de la barre des 100 dollars le baril. Autant de pays où les situations politiques et sociales sont explosives. L'économie russe, qui subit par ailleurs l'effet de sanctions liées à la crise ukrainienne, est quant à elle au bord du gouffre.

# Chapitre I : Le système boursier en Algérie, Tunisie et Maroc

---

## 3.3. Des études antérieures<sup>20</sup> :

Kilian et Park (2009) utilisent les définitions de Kilian (2009) des chocs des prix du pétrole pour le marché boursier américain et montrent que les différents chocs des prix du pétrole déclenchent des réactions différentes de la part du marché boursier. En particulier, ils constatent que les rendements boursiers ne répondent pas vraiment aux chocs d'offre, alors que des réponses positives (négatives) sont observées lors de chocs de demande globale (demande de précaution).

En d'autres termes, les marchés boursiers ne semblent pas réagir aux décisions de l'OPEP de restreindre l'approvisionnement en pétrole afin de générer des augmentations du prix du pétrole. Ces conclusions pourraient être justifiées par le fait que les décisions de l'OPEP sont quelque peu anticipées et, par conséquent, écartées par les acteurs du marché.

En revanche, les chocs de demande agrégée positifs semblent être considérés comme des nouvelles positives pour les marchés boursiers (d'où la réponse positive), même s'ils créent un mouvement à la hausse des prix du pétrole. Cela est attendu, car les chocs de demande globale positifs reflètent des périodes de croissance économique, qui sont des nouvelles positives pour les marchés financiers. Enfin, les réactions négatives des marchés boursiers à des chocs de demande de précaution positifs suggèrent que l'incertitude sur le marché du pétrole, qui est créée en raison des troubles géopolitiques et des déficits futurs attendus de l'offre de pétrole, est transmise aux marchés financiers.

Kilian et Park (2009) fournissent également des preuves que les effets des chocs des prix du pétrole sont spécifiques à l'industrie. En particulier, ils montrent que les secteurs de l'automobile et des camions et de la vente au détail ne réagissent (négativement) qu'aux chocs de demande de précaution, tandis que le pétrole et le gaz naturel et les métaux précieux ne réagissent (positivement) qu'aux chocs de demande globale.

---

<sup>20</sup> Stavros Degiannakis, George Filis, and Vipin Arora,( Oil Prices and Stock Markets), June 2017

## Chapitre I : Le système boursier en Algérie, Tunisie et Maroc

---

Une autre explication plausible pourrait être le fait que l'Inde et la Chine sont toutes deux incluses dans l'indice. Ces deux pays sont des importateurs de pétrole lourd, qui exigent de grandes quantités de pétrole, quel que soit son prix, afin de soutenir l'activité économique. Par conséquent, leurs marchés boursiers pourraient être plus résistants aux augmentations des prix du pétrole même si celles-ci se produisent en raison de l'incertitude géopolitique.

Dans le même ordre d'idées, Gupta et Modise (2013) se concentrent sur l'Afrique du Sud et leurs résultats soutiennent ceux de Kilian et Park (2009) en ce qui concerne la demande globale et les chocs de demande de précaution. Cependant, ils constatent également que les chocs négatifs du côté de l'offre ont un impact négatif sur les rendements des marchés boursiers, ce qui suggère que pour l'Afrique du Sud, les restrictions de l'offre de pétrole ne sont pas entièrement anticipées par le marché. De plus, Abhyankar et al. (2013), axés sur le marché boursier japonais, soutiennent les conclusions de Kilian et Park (2009).

Kang et coll. (2015a) ont choisi de se concentrer sur les effets des chocs des prix du pétrole sur les covariables des rendements et de la volatilité des marchés boursiers américains. Leurs résultats montrent que les chocs d'offre n'ont aucun effet, alors que des réponses négatives sont observées pour les deux chocs de demande. En particulier, la demande globale positive et les chocs de demande de précaution conduisent à une covariabilité plus faible entre les rendements et la volatilité du marché américain.

Kang et al. (2017) étudient les effets des chocs des prix du pétrole sur les rendements globaux des actions pétrolières et gazières aux États-Unis et pour certaines sociétés pétrolières et gazières (c'est-à-dire Royal Dutch Shell, Exxon Mobil, BP et Chevron Corporation). Leurs résultats concernant les rendements de l'industrie agrégée corroborent ceux des études précédentes. En outre, ils montrent également que même les chocs négatifs du côté de l'offre déclenchent des réactions négatives des rendements du secteur pétrolier et gazier. En ce qui concerne les sociétés pétrolières et gazières individuelles, nous remarquons que les effets ne sont pas spécifiques à l'entreprise, mais ils sont spécifiques à l'industrie, car tous les chocs déclenchent des réactions positives à partir des rendements boursiers au niveau de l'entreprise des sociétés pétrolières et gazières choisies. Les auteurs étendent leurs résultats afin de prendre en compte les effets des chocs pétroliers sur le pétrole en amont, en aval et en amont, et les sociétés gazières, en utilisant une entreprise représentative de chaque secteur

## Chapitre I : Le système boursier en Algérie, Tunisie et Maroc

---

(ConocoPhillips, TransCanada Corporation et Valero Energy Corporation, respectivement). Ils constatent que même si les réponses de ces dernières entreprises sont similaires à celles des grandes sociétés pétrolières et gazières expliquées précédemment pour les deux chocs de demande, ConocoPhillips, TransCanada Corporation et Valero Energy Corporation réagissent également (négativement) aux chocs négatifs du côté de l'offre.

Enfin, il existe des études qui étudient les effets des trois chocs pétroliers sur la volatilité des marchés boursiers. Degiannakis et coll. (2014), qui se concentrent sur le marché boursier européen, montrent que la volatilité des marchés boursiers réagit négativement (c'est-à-dire réduit) aux chocs de demande globale positive, alors qu'aucune réponse significative n'est évidente aux chocs de l'offre et de la demande de précaution. Leurs conclusions sont valables pour les indices boursiers agrégés, ainsi que pour dix secteurs industriels.

# Chapitre I : Le système boursier en Algérie, Tunisie et Maroc

---

## Conclusion

Le Maroc et de la Tunisie, malgré que leurs marchés financiers n'aient pas complètement pallié au financement bancaire, ont pu enregistrer de grands progrès dans le domaine et semble avancer d'un grand pas, ce qui n'est pas le cas de l'Algérie.

Si la bourse marocaine est tunisienne ont atteint un niveau d'évolution remarquable c'est par ce que les efforts des autorités des deux pays se sont intensifiés pour développer une stratégie de dynamisation et de modernisation de leurs bourses afin de s'aligner aux standards internationaux, tout en adaptant au mieux les exigences d'admission aux profils de leurs entreprises.

En outre, le système boursier est sensible aux fluctuations des prix du pétrole, cette véritable richesse algérienne a été et reste presque la seule source de croissance économique en Algérie. Ainsi que La chute des cours pétroliers produit des effets immédiats sur tous les acteurs économiques, en induisant une importante redistribution de richesse des pays exportateurs vers les pays importateurs.

Afin de mieux mesurer l'impact de la crise pétrolière sur les entreprises cotées, il semble nécessaire de se pencher sur la performance des entreprises pour mieux comprendre les facteurs clés de cette dernière. Le chapitre suivant est donc entièrement consacré à l'explication de cette notion.

## **Chapitre II :**

### **La performance d'entreprise : fondement théorique et revue de la littérature**

**Chapitre II : La performance d'entreprise : fondement théorique et revue de la littérature****Introduction du chapitre**

Les succès d'aujourd'hui créent les attentes de demain. Pour réaliser leur potentiel, les entreprises doivent en permanence améliorer leurs performances et concrétiser leurs projets et objectifs quels que soient les changements qui affectent leur environnement.

Les entreprises cherchent toujours à améliorer leur performance, car elle exprime le degré d'accomplissements de leurs objectifs poursuivis. Cette dernière est un concept imprécis et multidimensionnel, qui ne se comprend que dans le contexte où il est utilisé: performance financière, économique, organisationnelle, sociale, sociétale..., ces notions sont utilisées dans une logique d'amélioration de performance pour garantir un meilleur positionnement sur le marché et aussi pour mieux cerner et comprendre ce concept. Parmi les outils qui expliquent bien le concept de la performance bancaire figurent les déterminants de ce dernier. En fait, les déterminants de la performance bancaire sont généralement des facteurs internes et externes.

Dans ce chapitre nous allons aborder les aspects théoriques de la performance financière, en mettant en évidence le concept de la performance, les critères de la performance financière et ses principales mesures. Ensuite nous présenterons les différents facteurs qui affectent la performance des entreprises.

**Section 01 : Conceptualisation de la performance****1. La signification de la performance**

Le terme de performance remonte au 13<sup>e</sup> siècle, Etymologiquement, il vient de l'ancien français par former qui signifiait « accomplir, exécuter » au XIII<sup>e</sup> siècle (Petit Robert). Le verbe anglais « to perform » apparaît au XV<sup>e</sup> siècle avec une signification plus large. C'est à la fois l'accomplissement d'un processus, d'une tâche, mais aussi les résultats obtenus ainsi

que le succès dont on peut se prévaloir.<sup>1</sup>

A partir de 19 siècles, il désigne à la fois les résultats obtenus par un cheval de course sur les hippodromes et par extension, le succès d'un athlète. Au début du 20 siècle, ce terme s'applique aux indications chiffrées caractérisant la possibilité d'une machine, et désigne par extension un rendement ou une fiabilité exceptionnelle. (Richard ; Hubault et Noulin).<sup>2</sup>

Gilbert, décrit la performance dans une relation ternaire entre les objectifs visés (cibles, estimations, projections), les moyens pour les réaliser (les ressources humaines, matérielles, financières ou informationnelles) et les résultats obtenus (biens, produits, services). Cette définition de la performance s'applique à tout système ordonné (individu, organisation, système etc.) qui produit des résultats à partir des ressources de base.

### 1.1 La performance financière des entreprises : définitions et mesures

C'est la capacité d'une organisation à faire du profit, à être rentable en faisant de la valeur ajoutée et en atteignant ses objectifs fixes à partir d'une stratégie.

Selon P.Paucher, la firme performante est celle qui investit de façon régulière, c'est -à dire des dépenses immédiates réaliser en vue de recettes futures, afin d'assurer sa survie et sa croissance. Toutefois, l'auteur ajoute que le financement de ces dépenses immédiates ne sera possible que si la firme a réalisé précédemment un surplus monétaire ou une épargne.<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> ISSOR, Zineb. Projectifs, proyéctica, projectique : La performance de l'entreprise un concept complexe aux multiples dimensions. N°17. Edition : Boeck supérieur, 2008 à 2017, p93-103.

<sup>2</sup> SANNI Yaya Hachimi, mc. La problématique de la performance organisationnelle, ses déterminants et les moyens de sa mesure : une perspective holistique et multicritérielle. Edition : faculté des sciences de l'administration de l'université Laval, direction de la recherche, 2003. P.34.

<sup>3</sup> PAUCHER, Pierre. Mesure de la performance financière de l'entreprise. Collection de la gestion en plus : Office des Publications Universitaire. Algérie. 1993. P. 20.

Pour SAHUT et AL, la performance financière peut être comme les revenus issus de la détention des actions. Les actionnaires étant le dernier maillon de la chaîne à profiter de l'activité de l'entreprise.<sup>4</sup>

### 1.2 Les critères de la performance financière

Le concept de performance désigne non seulement le jugement du résultat, mais également la manière dont ce résultat est atteint, en tenant compte des conditions et des objectifs de réalisation. Dans ce cas, la performance englobe l'efficacité et l'efficience.

#### ➤ L'efficience

L'efficience désigne la maximisation de la quantité obtenue à partir d'une certaine quantité de ressources ou réduire la quantité de ressources consommée pour une production particulière. Nous entendons alors efficacité, mesure du manque de gaspillage dans l'utilisation des ressources (humaines, techniques, financières, etc.) tout en étant efficace.<sup>5</sup>

Selon STERN et EL-ANSARY, l'efficience comprend trois concepts<sup>6</sup>:

- **Productivité** : optimisation des ressources matérielles mises en œuvre, il s'agit du rapport entre la production et la quantité de facteurs consommés.

$$\text{La productivité} = \text{Quantité de sortants} / \text{Quantité}$$

---

<sup>4</sup> SAHUT, Jean Michel, JS Lantz. La création de valeur et performance financière. La revue du financier.

2003.P.28

<sup>5</sup>MALO J-L.et MATHE.J.C., « L'essentiel du contrôle de gestion», Edition d'Organisation», 2ème édition,Paris, 2000, p.106.

<sup>6</sup> Olivier De La VILLARMOIS, « Le concept de la performance et sa mesure : un état de l'art », 2001, Centre Lillois d'analyse et de la recherche sur l'évolution des entreprises UPRESA, CNRS 8020, p2.

- **La profitabilité :** c'est Maximiser l'utilisation des ressources financières mises en œuvre. C'est le rapport entre le bénéfice tiré du capital investi / les capitaux propres

$$\text{La profitabilité} = \text{Le profit} / \text{Le capital investi}$$

- La profitabilité : qui désigne à son tour le rapport des profits obtenus aux coûts qui lui sont associés, il se calcule comme suit :

$$\text{La profitabilité} = \text{résultat d'exploitation} / \text{coût}$$

### ➤ L'efficacité

Dans la gestion quotidienne, nous parlons d'efficacité lorsque nous voulons lier les résultats aux objectifs. Cependant, on dit que la banque fonctionne bien lorsqu'elle atteint les objectifs fixés par les gestionnaires au début de la procédure. C'est la principale préoccupation des fonctionnaires. L'efficacité est la meilleure relation possible entre le degré d'atteinte des objectifs et les moyens mis en œuvre pour les atteindre. L'efficacité est la capacité d'obtenir un résultat.

### 1.3 La mesure de la performance

La mesure de la performance est un ensemble de techniques de contrôle conçues pour garantir que les réalisations des différents centres de responsabilité de l'organisation sont conformes à leurs normes respectives.

Ainsi, la mesure de la performance est le processus par lequel les gestionnaires garantissent l'accès aux ressources et les utilisent efficacement pour atteindre les objectifs de l'entité dans un environnement certain.

La performance mesurée peut être<sup>7</sup> :

- Financière lié à un aspect financier tel que, par exemple, mesurer le produit national brut, le profit ...
- Non financier : Exprimé en unités non financières et non dérivées provenant d'unités monétaires.

### 1.3.1 L'importance de la mesure de la performance

La détermination du niveau de la performance joue un rôle clé dans le contrôle. Il vise en effet de nombreux buts et objectifs, parmi ces objectifs on cite les suivants<sup>8</sup>:

- La mesure de la performance garantie un meilleur pilotage des entités : C'est un outil de réflexion qui permet d'avoir une vision globale de tout système ;
- La mesure de la performance permet est une bonne opportunité pour développer une réflexion collective au niveau des entités ;
- La détermination du niveau de la performance permet une organisation par son effet correspondant, il reflète le niveau de performance des services et met l'accent sur les indicateurs qui sont alertés par des problèmes ;
- La nécessité de déterminer le niveau de performance permet d'obtenir un recul, car elles offrent la possibilité de modifier les plans et d'éviter les événements vécus en développant une compréhension plus complète du fonctionnement du système.

### 1.3.2 Les principes de la mesure de performance

Évaluer la performance des entités n'est pas une tâche facile à réaliser. Elle doit être objectif, réel, simple et compréhensible. Dans cet esprit, deux principes importants doivent

---

<sup>7</sup> GIRAUD F., SAULPIC O., NAULLEAU G., DELMOND M.H., BESCOS P.L., « Contrôle de Gestion et Pilotage de la performance », GUALINO EDITEUR, France, 2002, p 21

<sup>8</sup> KANIT Abd El Gafour : «élaboration d'un tableau de bord prospectif», magistère, université de Batna, 2002,p56.

être respectés lors de la mesure des performances : le principe de la contrôlabilité et celui de la pertinence.

### a. Le principe de la contrôlabilité

« Le principe de contrôlabilité stipule que la mesure de la performance d'un manager en charge d'une entité doit être construite sur la base des éléments qu'il peut maîtriser »<sup>9</sup> Ce principe est fondé essentiellement sur le partage clair des responsabilités. La mise en œuvre de ce principe nécessite des objectifs clairement définis et contrôlables.

### b. Le principe de la pertinence

« La mesure de performance d'une entité est considérée comme pertinente si elle oriente le comportement du manager dans le sens des objectifs de l'entreprise »<sup>10</sup> Cela signifie que tous les objectifs individuels doivent converger vers un objectif commun : atteindre la performance globale de l'institution.

## 1.4 La rentabilité et la performance financière

L'analyse de la performance financière a pour but de déterminer la capacité de la banque à dégager un profit important, ce qui nous conduit à analyser la rentabilité financière, le rendement, productivité.

### 1.4.1 Les ratios de rentabilité

---

<sup>9</sup> GIRAUD.F., SAULPICO., NAULLEAU.G., DELMONDM.H., BESCOSP.L Préface de Patrice Marteau, « Le contrôle de gestion et pilotage des performances », Gualino éditeur, France 2002, p.72

<sup>10</sup>GIRAUD.F., SAULPICO., NAULLEAU.G., DELMONDM.H., BESCOSP.L Préface de Patrice Marteau, « Le contrôle de gestion et pilotage des performances », Gualino éditeur, France 2002, p.72

- Ratios de rentabilité d'exploitation<sup>11</sup>:

Le coefficient d'exploitation : ce ratio mesure le poids des frais généraux par rapport au produit net bancaire (PNB).

Le coefficient d'exploitation = les frais

Le ratio de productivité on a deux formules pour le calcul de ce ratio :

la productivité = les crédits / le nombre

la productivité = les dépôts / le nombre

- Ratios de rentabilité globale<sup>12</sup>

La rentabilité globale combine deux types de rentabilité : la rentabilité économique et la rentabilité financière :

Le ratio de la rentabilité économique :

Cet indicateur mesure le retour sur investissement, quelle que soit sa source capitale et / ou capital emprunté

La rentabilité économique = résultat de l'exploitation / capitaux

<sup>11</sup> Sylvie De Coussergues; «Gestion de la banque du diagnostic à la stratégie»; 5e édition DUNOD. Paris ; 2007;P118

<sup>12</sup> La rentabilité globale combine deux types de rentabilité: la rentabilité économique et la

rentabilité financière:

Les ratios de rentabilité financière<sup>13</sup>: Nous avons deux ratios principaux qui permettent de déterminer la rentabilité financière d'entreprise :

- Le rendement des actifs (ROA) :

Ce ratio fournit des informations sur la manière dont l'organisation utilise ses actifs nets pour générer une rentabilité. Ce ratio est calculé en comparant le résultat net avec le total des actifs nets de la société.

$$\text{ROA} = \frac{\text{le résultat net}}{\text{le total des actifs nets}}$$

- Le rendement des capitaux propres (ROE) :

en quelque sorte c'est le rendement des capitaux propres. Est calculé en divisant le bénéfice net de la société pour une année donnée par le montant total des fonds investis par les actionnaires de l'institution.

$$\text{ROE} = \frac{\text{le bénéfice net}}{\text{le total des fonds investis}}$$

### Section 02 : Les déterminants principaux de la performance d'une entreprise cotée :

La littérature qui examine la performance des sociétés cotées a attiré l'attention de plusieurs chercheurs ; surtout l'intérêt accordé à la compréhension des facteurs responsables de la performance financière. La performance des sociétés cotées est généralement influencée par des facteurs internes spécifiques et des facteurs externes relatifs à l'environnement

---

<sup>13</sup> <https://droit-finances.commentcamarche.com> consulté le 23/08/2020

macroéconomique. Les déterminants internes peuvent aussi être appelés déterminants microéconomiques.

### **2.1 Les déterminants microéconomique**

#### **a. L'effet de la taille<sup>14</sup> :**

Des études antérieures en finance ont montré que la taille de l'entreprise peut prédire le cours futur de l'action (Simerly & Li, 2000). Par exemple, Hvide et These (2007) dans leur étude ont conclu que les grandes entreprises ont de meilleurs résultats. Flamini et al (2009) ont suggéré que les grandes entreprises sont plus compétitives que les petites économies d'échelle dans les transactions et bénéficient d'un niveau de bénéfices plus élevé. Athanasoglou et al. (2005) affirment que l'augmentation de la taille de l'entreprise augmente la performance de la banque. Almajali et al (2012) ont soutenu que la taille de l'entreprise peut affecter sa performance financière. Cependant, pour les entreprises qui deviennent exceptionnellement grandes, l'effet de la taille pourrait être négatif pour des raisons bureaucratiques et autres (Yuqi 2007). Un courant important de la littérature met en relief l'effet de la taille sur l'issue d'un appel public à l'épargne. Des études empiriques ayant démontré dans leur écrasante majorité, que le risque de sous-évaluation est beaucoup plus présent chez les petites entreprises que chez les grandes. Une position sur laquelle s'accordent Ritter (1987), Chalk et Peavy (1990), Jog et Riding (1987), Cormier, Suret et Lemay (1990) et Clarkson et Merkley (1994). Lesquels pensent par ailleurs que les investisseurs éclairés seront intéressés par le degré d'incertitude d'un appel public à l'épargne, mais aussi par sa taille. Plus grande sera la taille, plus importante sera la possibilité d'acquérir de l'information relative à cette émission d'actions

#### **b. L'effet de l'âge de l'entreprise :**

« Les théories prédisent comment la performance d'une entreprise est affectée par son âge peuvent être regroupées en trois grandes catégories. Un courant de recherche suggère que les

---

<sup>14</sup> Maleya M. Omondi (Factors Affecting the Financial Performance of Listed Companies); No.15, 2013;p.101.

entreprises plus anciennes ont de meilleures performances parce qu'elles sont plus expérimentées et apprécient les avantages de « l'apprentissage par la pratique » (Coad et al.2013, Vassilakis 2008). De plus, les jeunes entreprises sont sujettes à des « engagements de nouveauté » qui se réfèrent à un certain nombre de facteurs mal compris conduisant à des taux d'échec plus élevés (Stinchcombe 1965). Un deuxième volet de la littérature soutient l'idée que les entreprises plus âgées de meilleures performances et suggère qu'il pourrait y avoir des « effets de sélection » qui surviennent lorsque moins les entreprises productives sont contraintes de quitter l'entreprise, ce qui entraîne une productivité moyenne plus élevée même si les niveaux de productivité des entreprises individuelles ne changent pas avec le temps (Jovanovic1982). Un troisième courant de recherche suggère cependant que le vieillissement peut avoir un impact négatif sur la performance financière des entreprises en raison des « effets d'inertie » conduisant les entreprises à devenir inflexibles et ont des difficultés à s'adapter à l'environnement commercial en évolution rapide dans lequel ils évoluent (Barron et al. 1994). »<sup>15</sup>

« Compte tenu de l'équivoque de ces théories existantes, la relation entre la performance financière d'une entreprise et son âge est une question à laquelle il reste à répondre empiriquement. Les premières études empiriques traitaient souvent l'âge et la taille des entreprises comme des mesures du même phénomène en ce que les jeunes entreprises ont tendance à être plus petites et vice versa. Plus tard, les études ont commencé à utiliser l'âge de l'entreprise comme variable indépendante dans les modèles examinant la dynamique des entreprises en différents angles (Coad et al.2013). Par exemple, il existe une grande littérature suggérant une relation négative entre l'âge de l'entreprise et les taux de croissance. Il a été documenté que les jeunes entreprises ont des taux de croissance moyens plus élevés à condition de survivre (Ouimet et Zarutskie 2014). Des études suggèrent également qu'à mesure que les entreprises vieillissent, l'incertitude des investisseurs et la variabilité des rendements boursiers a tendance à diminuer (Adams et al.2005, Cheng 2008, Pástor et Veronesi 2013). Il a également démontré empiriquement que les entreprises plus âgées sont confrontées à un coût de capital (Hadlock et Pierce 2010) et que les taux de défaillance des usines diminuent à mesure que les entreprises vieillissent.

---

<sup>15</sup> Dr. Amal Yassin Almajali(Factors Affecting the Financial Performance); April 1, 2012;p.272.

La question de la rentabilité réelle des entreprises plus anciennes a reçu relativement moins d'attention Littérature. Dans leur étude, Loderer et Waelchli (2010) ont étudié la relation entre l'âge et la performance de l'entreprise à l'aide d'un ensemble de données composé de 10930 entreprises américaines cotées et couvrant les années entre 1978 et 2004. Leurs résultats empiriques ont montré qu'à mesure que les entreprises vieillissent, leur rendement des actifs, les marges bénéficiaires et les ratios Q de Tobin se détériorent. Au contraire, Coad et al. (2013) ont constaté que les entreprises les plus anciennes bénéficient d'une productivité plus élevée lorsque la relation entre l'âge de l'entreprise et la performance est mesurée par le ratio bénéfices / ventes en Entreprises manufacturières espagnoles pour la période 1998-2006. ieillissent(Dunne et al. 1989).

Les études empiriques portant sur les pays en développement sont moins nombreuses que celles sur États-Unis ou Europe. Dans une de ces études, Majumdar (1997) a constaté que les entreprises plus anciennes des ratios de rendement des ventes plus faibles en utilisant un ensemble de données de 1 020 entreprises indiennes. Cependant, une étude de Ghafoorifard et coll. (2014) ont fourni des preuves du contraire. Les auteurs ont analysé la relation entre la taille de l'entreprise, l'âge et la performance financière de 96 sociétés cotées en Bourse de Téhéran pour la période de 2008 à 2011 et a documenté une relation entre l'âge d'une entreprise et son rapport Q de Tobin. Une relation positive entre l'entreprise l'âge et la rentabilité ont également été documentés par Kipesha (2013) pour les institutions de microfinance en Tanzanie et par Osunsan et al. (2015) pour les PME en Ouganda.

Un nombre limité d'études a examiné la relation âge-rentabilité pour les entreprises turques. Celles-ci ont utilisé des échantillons relativement petits et des périodes de temps courtes. Dans l'un d'eux, Gurbuz et Al. (2010) ont utilisé une analyse de données de panel sur un échantillon de 164 observations par année-entreprise pour le secteur réel des entreprises pour la période 2005-2008, et n'a pas pu démontrer une relation significative entre l'âge de l'entreprise et rendement des actifs. L'étude de Basti et al. (2011) qui employait données de panel couvrant la période 2003-2006 à partir d'un échantillon de 160 entreprises cotées en Turquie. Résultats du modèle à effets aléatoires a montré une relation positive entre l'âge et la rentabilité mesures telles que le rendement des actifs, le rendement des capitaux propres et le pouvoir de gain de base. Au contraire, Dogan (2013) a trouvé une relation négative entre l'âge de l'entreprise et le rendement des actifs exécuter une régression multiple sur les données de

200 sociétés cotées entre les années 2008-2011.

Comme il ressort de la brève revue de la littérature qui précède, tant les postulats théoriques que des données empiriques sur la relation âge-performance des entreprises ont produit des résultats contradictoires qui dépendent fortement des pays et périodes considérés ainsi que des méthodologies d'estimation employées. Cela suggère que des preuves empiriques supplémentaires sur la question sont justifiées, en particulier compte tenu du nombre limité d'études menées sur les entreprises Turques. L'examen de la relation entre l'âge de l'entreprise et la performance financière semble pertinent pour les deux théories et de la pratique. Si la performance diminue à mesure que les entreprises vieillissent, cela pourrait expliquer pourquoi la plupart d'entre elles finissent par (Loderer, Neusser et Waelchli, 2009). L'âge pourrait en fait aider les entreprises à devenir plus efficaces. Cependant, la vieillesse peut également rendre les connaissances, les capacités et les compétences obsolètes et entraîner une dégradation de l'organisation (Agarwal et Gort, 2002). Sorensen & Stuart (2000) ont fait valoir que l'âge des entreprises avait une incidence sur la performance de l'entreprise. Ils ont en outre fait valoir que l'inertie organisationnelle opérant dans les anciennes entreprises a tendance à les rendre inflexibles et incapables d'apprécier les changements environnementaux. Liargovas et Skandalis (2008) ont rapporté que les entreprises plus anciennes sont plus qualifiées depuis qu'elles ont les avantages de l'apprentissage et non sujettes aux inconvénients de la nouveauté, ils ont donc une performance supérieure. »<sup>16</sup>

### **c. L'effet de la liquidité<sup>17</sup>**

Les Normes internationales d'information financière (2006) définissent la liquidité comme la trésorerie disponible à court terme, après prise en compte des obligations financières correspondant à cette période. Liargovas et Skandalis, (2008) font valoir que l'entreprise peut utiliser des actifs liquides pour financer ses activités et ses investissements lorsque les financements externes ne sont pas disponibles. En revanche, une liquidité plus élevée peut

---

<sup>16</sup> Maleya M. Omondi( Factors Affecting the Financial Performance of Listed Companies);p.101

<sup>17</sup> <http://dx.doi.org/10.5296/jmr.v4i2.1482>

permettre à une entreprise de faire face à des imprévus et de faire face à ses obligations pendant les périodes de faibles bénéfices. Almajali et al (2012) ont constaté que la liquidité des entreprises avait un effet significatif sur la performance financière des compagnies d'assurance. Le résultat a suggéré que les compagnies d'assurance devraient augmenter les actifs courants et diminuer les passifs courants en raison de la relation positive entre la liquidité et la performance financière. Contrairement au raisonnement ci-dessus, basé sur un modèle théorique de Jovanovic (1982) a suggéré qu'une quantité modérée de liquidité peut propulser la performance entrepreneuriale, mais qu'une abondance de liquidité peut faire plus de mal que de bien.

**d. L'effet de levier<sup>18</sup>**

L'effet de levier fait référence à la proportion de la dette par rapport aux capitaux propres dans la structure du capital d'une entreprise. La décision de financement ou d'endettement est une décision managériale importante car elle influence le rendement et le risque de l'actionnaire ainsi que la valeur marchande de l'entreprise. Le ratio dette / capitaux propres a des implications sur les dividendes et les risques des actionnaires, ce qui affecte le coût du capital et la valeur marchande de l'entreprise (Pandey, 2007). Gupta et al (2010) ont cité des études montrant des résultats contradictoires sur la relation entre l'utilisation accrue de la dette dans la structure du capital et la performance financière. Ghosh, Nag et Sirmans (2000), Berger et Bonaccorsi di Patti (2006) ont rapporté une relation positive entre l'effet de levier et la performance financière, tandis que Gleason et al (2000), Simerly et Li (2000) ont montré une relation négative entre la performance financière et le niveau d'endettement. De même, Zeitun et Tian (2007) ont constaté que le niveau d'endettement est négativement lié à la performance financière. Plusieurs chercheurs ont étudié l'utilisation de la dette par les entreprises et ont suggéré les déterminants de l'effet de levier financier en rapportant que la décision de l'entreprise en matière de dette-fonds propres est généralement basée sur un compromis entre les protections fiscales liées aux intérêts et les coûts du stress financier (Upneja et Dalbor, 2001). Selon la théorie de l'arbitrage de la structure du capital, le niveau d'endettement optimal équilibre les avantages de la dette par rapport aux coûts de la dette (Gu,

---

<sup>18</sup> <http://dx.doi.org/10.5296/jmr.v4i2.1482>

1993), par conséquent, l'utilisation de la dette par rapport à un certain ratio d'endettement entraîne un rendement plus élevé des capitaux propres, mais l'avantage de la dette serait inférieur au coût après ce niveau de structure du capital. En d'autres termes, plus une entreprise utilise de la dette, moins elle paie d'impôt sur le revenu, mais plus son risque financier est grand.

#### **e. La structure du capital <sup>19</sup>**

L'un des principaux facteurs affectant la performance financière est la structure du capital. La structure du capital de l'entreprise est la combinaison de passifs (passifs à court terme et à long terme) et de capitaux propres dans le total des ressources que l'entreprise peut se mobiliser pour financer ses opérations. Zeitun et Tian (2007) a constaté que la structure du capital avait un effet sur la performance financière d'une entreprise mesurée avec un indice comptable et un indice de marché. Margaritis et Psillaki (2010) étudié la relation de cause à effet entre la structure du capital et la performance financière et a constaté que la performance financière affecte la structure du capital et vice versa. En outre, des études de Onaolapo et Kajola (2010) ; Margaritis et Psillaki (2010) ; Pouraghajan et Malekian (2012) ; Pervan et Višić (2012) ; Gleason et coll. (2000) ; Ku et Yen (2016) notent principalement que le ratio d'endettement a un effet négatif sur la performance financière au différent impact.

### **2.2 Les déterminants macroéconomique**

#### **a. L'effet de la croissance du PIB**

Le PIB est un indicateur économique largement utilisé qui mesure le niveau de production dans n'importe quel pays. Il est défini comme la valeur totale de la production locale de biens

---

<sup>19</sup> Revue économique et financière asiatique, 2019, 9 (1): 78-90

et services dans un pays donné au cours d'une année donnée, par des agents résidents sur le territoire national. C'est également une mesure du revenu de la production dans un pays donné. Parfois on parle de production économique annuelle ou simplement de production<sup>20</sup>.

Selon (Glen, 2002; Bilson et al. 2001 ; Ritter, 2005)<sup>21</sup>, la croissance du PIB mène à la croissance du marché boursier dans les périodes ultérieures d'autre part Vassalou (2003)<sup>22</sup> a montré que les informations relatives à la croissance du marché boursier dans les périodes ultérieures. Vassalou (2003) a montré que les informations relatives au PIB futur peuvent expliquer les rendements actuels du marché et la section transversale du book-to-market et dimensionner les portefeuilles. Cependant d'après certains auteurs, il se pourrait que les variables macroéconomiques provoquer des changements sur les performances boursières, mais au contraire des mouvements boursiers exercent la plus grande influence sur le PIB.

### **b. L'effet du taux de change<sup>23</sup>**

Les cours des actions des entreprises sont influencés par les variations des taux de change et les flux de trésorerie futurs des entreprises. Cela implique que les changements de taux de change conduisent à des rendements boursiers et qu'ils sont positivement corrélés. Le modèle des flux orientés soutient qu'il existe une relation causale, qui va du taux de change aux prix des actions. Cela signifie simplement que les variations du taux de change affectent la compétitivité des entreprises en raison de son effet sur les prix des intrants et des extrants (Joseph, 2015).

Il s'ensuit donc que si le taux de change s'apprécie, les exportateurs risquent d'être affectés négativement. Dans le même ordre d'idées, une appréciation de la monnaie est susceptible de rendre les biens et services plus chers sur le marché international. Cela entraînera donc une

---

<sup>20</sup> <http://www.jobintree.com/dictionnaire/definition-pib-104.html> consulté le 28/08/20.

<sup>21</sup> GEORGE FILIS, (Macro economy, stock market and oil price) 2009, p6.

<sup>22</sup> GEORGE FILIS, (Macro economy, stock market and oil price) 2009, p6.

<sup>23</sup> Mureithi, S., Mukhongo, A., & Datche, E.( MACRO-ECONOMIC FACTORS AFFECTING PERFORMANCE OF FIRMS LISTED IN NAIROBI SECURITIES EXCHANGE);20-09-2019; P863,sur le site: [www.strategicjournals.com](http://www.strategicjournals.com).

baisse des exportations, car elles seront considérées comme chères par les acheteurs sur le marché international. Cela signifie que ces produits perdront leur compétitivité au niveau international. Par conséquent, leurs bénéfices chuteront et si les bénéfices diminuent, les entreprises perdront leur compétitivité sur le marché boursier national (Joseph, 2015). Leur attractivité sur le marché boursier national diminuera, ce qui entraînera une baisse de la valeur de leurs actions. Ce modèle est pertinent pour l'étude car il concerne les variables macroéconomiques étudiées, c'est-à-dire les taux de change sur la performance de l'entreprise.

### c. L'effet du taux d'intérêt<sup>24</sup>

En finance, l'intérêt est le montant que l'emprunteur doit verser sous forme de revenu à la personne qui a prêté l'argent pour en profiter. Le taux d'intérêt est le pourcentage de ce revenu annuel pour le montant du prêt. Pour l'emprunteur ou le débiteur, le taux d'intérêt est le prix à payer pour emprunter de l'argent. Pour le prêteur ou le créancier, la rémunération du service fournit à l'emprunteur ainsi que le risque de non-paiement<sup>25</sup>.

McKinnon en 1973 et Shaw en 1973 ont fait valoir que si les taux d'intérêt réels sont maintenus en dessous de l'équilibre du marché, cela pourrait accroître la demande d'investissement mais pas l'investissement réel. Les faibles taux d'intérêt ne suffisent pas à générer des économies ; elle peut même réduire l'épargne, surtout si les effets de substitution dominant l'effet revenu des ménages. D'autre part, les taux bas augmentent la rentabilité attendue des projets d'investissement en augmentant la valeur actuelle nette des bénéfices futurs du projet. La théorie repose sur l'hypothèse que l'épargne est une fonction croissante du taux d'intérêt réel sur les dépôts et du taux réel de croissance de la production et que l'investissement est une fonction décroissante du taux d'intérêt réel des prêts.

La théorie postule que le taux d'intérêt nominal devrait être fixé administrativement. Ils avancent que les économies émergentes sont fragmentées ; il y a donc une plus grande probabilité d'avoir des investissements moins productifs. L'accumulation de capital est

---

<sup>24</sup>Mureithi, S., Mukhongo, A., & Datche, E. ( MACRO-ECONOMIC FACTORS AFFECTING PERFORMANCE OF FIRMS LISTED IN NAIROBI SECURITIES EXCHANGE) September 26, 2019;p.865

<sup>25</sup> [http://www.toupie.org/Dictionnaire/Taux\\_interet.htm](http://www.toupie.org/Dictionnaire/Taux_interet.htm) visité le 20/08/2020 .

découragée par le fait que pour un taux d'inflation élevé, les taux d'intérêt nominaux sont fixés trop bas et donc les taux d'intérêt réels pourraient être négatifs. L'offre de capitaux du secteur bancaire étant limitée et les banques ne disposant que de crédits spécialisés du taux de croissance. Les gens doivent financer eux-mêmes leurs projets d'investissement ou se tourner vers le secteur informel où les taux d'intérêt sont souvent usuraires. Cette théorie est pertinente pour l'étude actuelle pour établir l'influence des taux d'intérêt sur la performance des entreprises.

### **d. L'effet de l'inflation<sup>26</sup>**

Le concept d'inflation structurelle est entré dans la discussion et la recherche économiques il y a des années (Totonchi, 2011). Il est lié à l'effet des facteurs structurels sur l'inflation une analyse structurale est menée pour reconnaître comment un phénomène économique tel que l'inflation, forme des relations licites avec d'autres phénomènes économiques. Selon cette école de pensée, l'inflation est le résultat des changements structurels de la société et du pays. Quand un pays transforme la situation économique et subit des changements structurels pour atteindre la croissance économique, l'inflation résulte d'une amélioration structurelle. Par conséquent, toute intervention gouvernementale dans la structure du marché ou des mesures anti-inflationnistes communes ne feraient qu'empêcher l'économie de croître, entraînerait ainsi une contraction de l'économie (Harrison, 1994). Parmi les facteurs qui ont contribué aux changements structurels : la croissance démographique, l'immigration et une concurrence intense parmi les producteurs. Selon ce point de vue, l'inflation est la manifestation du développement de l'économie et de la société dépeinte par la croissance rapide de l'économie (McCallum, 1987).

Sur le niveau microéconomie L'inflation a un effet corrosif sur les entreprises. Elle

---

<sup>26</sup> Mureithi, S., Mukhongo, A., & Datche, E. ( MACRO-ECONOMIC FACTORS AFFECTING PERFORMANCE OF FIRMS LISTED IN NAIROBI SECURITIES EXCHANGE) September 26, 2019;p.865

décourage la croissance de la productivité, conduit à inefficace l'allocation des ressources, déprime les évaluations des entreprises et porte les germes d'une future récession.

À protéger l'adversaire effets de l'inflation, les entreprises doivent cules le risque déflation à leur entreprise, développer une en connaissance approfondie de leur coûts réels et créer des stratégies pour protéger leurs marges brutes et sauvegarder leurs programmes d'investissement (Ulrich Pidun, Daniel Stelter, et Katrin Van Dyken, 2010).

### **e. L'impact du choc pétrolier <sup>27</sup>:**

Chortareas et Noikokyris (2014) ont étudié l'effet des chocs d'offre et de demande de pétrole sur le rendement en dividendes des entreprises américaines. La relation entre les chocs des prix du pétrole et le rendement du dividende a indiqué l'impact d'une série de facteurs déterminant la hausse des prix du pétrole et l'évaluation du marché boursier et des informations transparentes sur le prix du pétrole à travers le mécanisme.

Baltachy (2007) estime que cette recherche est importante pour l'économie iranienne car le marché des capitaux iranien repose sur les revenus pétroliers et des revenus fiscaux insignifiants. Par conséquent, il est essentiel d'explorer la volatilité des rendements boursiers et le volume des transactions et son impact sur d'autres variables du marché boursier. Dans le passé, la relation entre les variables macroéconomiques et le marché boursier a attiré l'attention de nombreux chercheurs. Cependant, la différence entre cette étude et les précédentes réside dans la volatilité du rendement des actions en raison des rendements des actions.

Sadorsky (1999) a utilisé les données mensuelles de 1947 à 1996 sous un vecteur autorégressif (VAR) afin d'examiner la relation entre le prix et le marché boursier. Il a été révélé que les prix du pétrole et la volatilité des prix du pétrole jouent un rôle clé sur le marché boursier. De plus, les chocs pétroliers négatifs affectent plus que les chocs positifs sur le marché boursier.

---

<sup>27</sup> D Asteriou, A Dimitras & A Lendewig (The Influence of Oil Prices on Stock Market Return); August 23, 2013; URL: <http://dx.doi.org/10.5539/ijbm.v8n18p101>.

**Conclusion :**

La performance est la mesure des résultats obtenus par l'entreprise. C'est un concept multidimensionnel qui intègre multiples dimensions pour la définir, elle se mesure sous différents angles et ne se limite pas uniquement à la dimension financière, elle est mesurée par différents indicateurs, cette différenciation est due au fait que les auteurs n'ont pas tous la même vision de ce concept.

Notre étude repose sur la performance financière des entreprises et ses mesures ainsi que

les déterminants macroéconomique et microéconomique qui provoquent cette dernière.

En effet ; avons vu que la littérature existante nous fournit un grand nombre d'éléments liés à l'impact des déterminants internes ou externes sur les performances des entreprises. Les différentes recherches nous ont permis de comprendre qu'un n facteur spécifique peut avoir un effet positif ou bien négatif.

Notre mémoire servira à contribuer à la recherche sur ce sujet afin de mieux comprendre et interpréter les changements survenus sur la performance financière des entreprises cotées, notamment aux pays du Maghreb car notre étude dépend des entreprises maghrébines. C'est ce que nous examinerons dans le prochain chapitre de ce mémoire

## **Chapitre III :**

### **ETUDE EMPIRIQUE :**

**L'impact du choc pétrolier sur la performance des entreprises maghrébines cotées en bourse.**

**Chapitre III : ETUDE EMPIRIQUE : L'impact du choc pétrolier sur la performance des entreprises maghrébines cotées en bourse.****Introduction du chapitre**

L'objectif principal de ce chapitre est de mener une analyse empirique sur l'impact des déterminants de la performance des entreprises maghrébines cotées en bourse vu que on a pris la période de 2012 à 2017 on va focaliser sur l'impact du choc pétrolier de 2014 .Afin de tester l'effet de certains déterminants interne et externe sur la performance des entreprises cotées des trois pays maghrébins (Algerie,Tunisie,Maroc),nous allons utiliser le modèle de régression.

Ce chapitre est subdivisé en deux sections, la première présente l'échantillon, les variables retenues pour construire le modèle économétrique et les différents tests utilisés. La deuxième section présente et interprète les résultats obtenus.

**SECTION 1 : Présentation des données et analyse descriptive des variables**

Cette section sert en premier lieu à présenter notre échantillon, ainsi qu'à déterminer les différentes variables retenues pour en développer un modèle économétrique et réaliser des tests statistiques.

**Construction et descriptif de la base de données :**

Notre étude est menée sur un échantillon de 16 entreprises maghrébines cotées en bourse, dont 04 entreprises algériennes ,05 entreprise tunisiennes et 07 entreprises marocaines ; on a pris toutes les entreprises algériennes cotées en bourse sauf l'entreprise BIOPHARM vu qu'elle est introduite en bourse en 2016,et le choix des autres entreprises était en fonction des secteurs des entreprises algériennes pour avoir les mêmes secteurs ainsi que la même taille . Les données sont relatives à la période 2012-2017.L'échantillon couvre des entreprises appartenant à quatre secteurs différents qui sont : le secteur agroalimentaire, le secteur pharmaceutique, le secteur hôtellerie et le secteur d'assurance.

Vu que une partie de notre problématique est l'étude de l'impact du choc pétrolier, et la dernière crise pétrolière a eu lieu en 2014, nous avons pris 3 ans après la crise pour mieux cerner les changements survenu, et deux ans avant cette crise ; pour mieux comparer l'impact du choc pétrolier

sur les différent agrégats avant et après la crise.

Les données relatives à nos variables proviennent de deux sources différentes :

- Les données relatives aux variables exprimant la performance à savoir : ROA, ROE et le rendement boursier, ont été recueillis à partir des sites de bourse. Celles relatives à la variable âge ont été calculées à partir de la date de création de chaque entreprise jusqu'à 2012.

-Les données relatives aux variables Macroéconomique sont disponibles sur le site de la banque mondiale.

### **1.2 Méthode d'analyse :**

Pour pouvoir déterminer l'effet du choc pétrolier sur la performance des entreprises cotées en bourse, nous avons choisi de suivre la méthode de régression multiple.

#### **1.2.1 Motif de choix :**

Pour étudier l'effet de certaines variable indépendantes sur la performance des sociétés cotées en bourse, nous avons décidé d'utiliser le modèle de régression multiple. Les régressions sont les méthodes explicatives les plus utilisé pour mesurer le pouvoir explicatif des variables indépendantes.

Sur le plan pratique, le type de données à traiter nous oriente vers les méthodes statistiques à mettre en œuvre pour tester les relations entre variables. Dans notre étude, les secteurs des sociétés cotées en bourse en Algérie sont très limités la cause qu'elle a rendu le nombre des sociétés très réduit pour les trois pays.

#### **1.2.2 Définitions et mesures des variables :**

##### **la performance d'une entreprise cotée**

La performance, sous ses différentes mesures, est la variable endogène sur laquelle agissent les autres variables dans nos estimations. Notre objectif est d'étudier les effets des variables explicatives sur la performance. Au total, deux types de mesure de la performance ont été pris en compte dans notre étude, à savoir :

la performance boursière mesurée par le taux de rentabilité R et la performance financière mesurée par le Return On Assets et le Return On Equity. Etudier ces deux types de performance (boursière et financière) s'avère très important, dans la mesure où cette différenciation permet de tenir compte des différentes caractéristiques de l'entreprise. En effet, alors que le taux de rentabilité permet de mesurer la valeur sur le marché de l'entreprise, le ROA et le ROE sont des ratios financiers mesurant la compétitivité de celle-ci et l'efficacité du management.

a- La performance financière (ROA et ROE)

Les mesures ROA et ROE ont été utilisées par plusieurs auteurs pour désigner la performance financière des entreprises.

ROA (Return on Assets) : cette variable représente la rentabilité des capitaux investis et exprime la capacité de ces capitaux à créer un certain niveau de bénéfices opérationnels. Cette mesure a été utilisée par un nombre très important d'auteurs comme Daines (2004), Adams et Santos (2005)<sup>5</sup>, Eisenberg et al (1998).

La mesure que nous allons retenir, dans notre étude, pour le calcul du ROA est :

$$ROA = \frac{\text{Résultat net}}{\text{Actif total}}$$

ROE (Return on Equity) : représente la rentabilité des capitaux propres et exprime la capacité des capitaux investis par les actionnaires à dégager un certain niveau de bénéfices nets. Plusieurs auteurs ont utilisé, aussi, cette mesure de performance comme Bouri et Bouaziz (2007), Brown et Caylor (2004), Lehman et Weigrand (2000).

La mesure qu'on retient pour mesurer le ROE est la suivante :

$$ROE = \frac{\text{Résultat net}}{\text{Capitaux propres}}$$

b- La performance boursière (le taux de rentabilité)

Le taux de rentabilité d'une action comprend non seulement le dividende net du titre (taux de rendement mais aussi la plus-value en capital (ou moins-value) rapporté au cours d'achat de l'action.

Soit le taux de rentabilité de l'action i :

$$R = \frac{D_t + P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Avec :

$R_t$  : taux de rentabilité de l'action i pendant la période t

$D_t$  : dividende encaissé pendant la période t

$P_t$  : cours de l'action à la fin de la période t

$P_{t-1}$  : cours de l'action à la fin de la période t-1

➤ Le prix du pétrole :

La volatilité du prix du baril de pétrole a toujours fait l'objet de nombreuses discussions. On a retenu le prix du pétrole sur le marché international comme la variable sur laquelle sera effectuée notre situation de choc, en conséquent, nous allons analyser la série des prix pétrole sur la période allant de 2012 jusqu'à 2017 afin de tester l'influence de sa variation sur la variable à expliquer.

➤ La part des exportations des hydrocarbures dans le total des exportations (Export oil %):

Calcule ainsi:

$$\text{export oil} = \frac{\text{exportation des hydrocarbures}}{\text{total exportation}}$$

### La taille de l'entreprise

La taille de l'entreprise est également considérée comme une variable déterminante dans l'explication de la performance. Utilisée par plusieurs auteurs, cette variable peut avoir à la fois des effets directs et des effets indirects sur la performance. Plusieurs mesures ont été retenues pour évaluer la taille de l'entreprise. S. Bahagat et Black (2001), Durnev et Kim (2003), P. Andres et al (2005) et Hergli et al (2007) utilisent la mesure « log (ventes) ». D'autres auteurs, comme Brown et Caylor (2006), Ben Cheikh et Zarai (2008), R. Bauer et al (2007), F. Adjaoud et al (2007) ont utilisé la valeur « log (total actifs) ».

Nous retenons la mesure suivante :

$$\text{Taille} = \log(\text{CA})$$

### L'âge de l'entreprise (AGE)

L'âge de la firme a été souvent considéré comme une variable pouvant avoir un effet très significatif sur la performance. D'une manière générale, la variable âge de l'entreprise est exprimé par le logarithme du nombre d'années d'exercice (Brown et Caylor(2006), Ben Cheikh et Zarai(2008)).

## **1.3 Analyse descriptive des données :**

Tout d'abord, nous présentons les statistiques descriptives des variables de notre échantillon, ensuite nous introduirons le modèle empirique. Enfin, les résultats sont commentés et interprétés.

L'estimation de notre modèle est faite avec le logiciel SPSS (version 26).

### **1.3.1 Statistiques descriptives test de comparaison des moyennes:**

Le descriptive inclus le maximum, le minimum, la moyenne et l'écart type de chaque variable de chaque entreprise et de chaque secteur considéré dans cette étude.

Les tableaux suivants présentent les statistiques descriptives, respectivement de l'échantillon global, ainsi que les résultats du test t des sociétés cotées en bourse pour les 3 pays (Algérie, Tunisie, Maroc)

Tableau N°05 : Statistiques descriptives de la performance financière.

Variable	année	Obs	Mean	Std.Dev	MIN	MAX
<b>ROA</b>	2012	16	0,677	0,043	0,000	0,129
	2013	16	0,604	0,053	-0,101	0,129
	2014	16	1,006	0,050	-0,009	0,157
	2015	16	0,786	0,071	-0,146	0,184
	2016	16	0,786	0,049	0,010	0,177
	2017	16	0,906	0,053	-0,065	0,147
<b>ROE</b>	2012	16	1,633	0,065	0,000	0,206
	2013	16	1,677	0,291	-1,020	0,229
	2014	16	2,907	0,212	-0,041	0,930
	2015	16	1,896	0,085	- 0,084	0,244
	2016	16	2,339	0,142	0,039	0,603
	2017	16	2,792	0,184	- 0,120	0,640
<b>RENDEME NT</b>	2012	16	-0,119	0,166	- 0,428	0,183
	2013	16	0,124	0,143	- 0,425	0,278
	2014	16	0,409	0,125	-	0,423

					0,100	
	2015	16	0,193	0,242	- 0,580	0,611
	2016	16	0,333	0,065	- 0,045	0,205
	2017	16	0,424	0,104	- 0,016	0,339
	2014	16	29,51	39,15	3,29	95,77
	2015	16	26,47	39,78	1,42	94,33
	2016	16	25,64	40,00	0,86	93,99
	20 17	16	25,89	40,17	0,92	94,52

Source: Réalisé depuis l'analyse de l'échantillon étudié.

**Tableau N°06 :** Statistiques descriptives par pays.

<b>Variable</b>	<b>Pays</b>	<b>obs</b>	<b>MEAN</b>	<b>STD. DIV</b>	<b>MIN</b>	<b>MAX</b>
<b>ROA</b>	ALGERIE	4	0,051	0,029	0,014	0,157
	TUNISIE	5	0,054	0,052	-0,101	0,135
	MAROC	7	0,053	0,064	-0,146	0,184
<b>ROE</b>	ALGERIE	4	0,126	0,093	0,043	0,513

	TUNISIE	5	0,160	0,299	-1,020	0,930
	MAROC	7	0,133	0,099	-0,120	0,285
<b>RENDEMENT</b>	ALGERIE	4	0,061	0,025	0,025	0,133
	TUNISIE	5	0,029	0,035	-0,080	0,108
	MAROC	7	0,045	0,225	-0,580	0,611
<b>AGE</b>	ALGERIE	4	29,00	11,60	10,00	40,00
	TUNISIE	5	54,20	0,05	26,00	90,00
	MAROC	7	52,86	0,06	22,00	81,00
<b>AEB</b>	ALGERIE	4	6,25	6,44	-1,00	13,00
	TUNISIE	5	10,40	7,82	-1,00	21,00
	MAROC	7	16,71	21,83	5,00	69,00
<b>EXPOR T OIL%</b>	ALGERIE	4	95,41	1,24	93,99	97,14
	TUNISIE	5	10,67	4,62	5,65	16,79
	MAROC	7	2,58	1,63	0,86	5,03

Source: Réalisé depuis l'analyse de l'échantillon étudié.

Tableau N°07: Statistiques descriptives des secteurs.

<b>Variable</b>	<b>secteur</b>	<b>Obs</b>	<b>Mean</b>	<b>Std.div</b>
<b>ROA</b>	Pharmaceutique	4	0,092	0,045
	Assurance	5	0,029	0,016
	agroalimentaire	5	0,067	0,056
	hôtellerie	2	0,005	0,059
<b>ROE</b>	Pharmaceutique	4	0,165	0,071
	Assurance	5	0,122	0,042
	agroalimentaire	5	0,179	0,320
	hôtellerie	2	0,045	0,096
<b>RENDEMENT</b>	Pharmaceutique	4	0,062	0,109
	Assurance	5	0,066	0,100
	agroalimentaire	5	0,066	0,132
	hôtellerie	2	-0,026	0,301
<b>AGE</b>	Pharmaceutique	4	44,00	17,35
	Assurance	5	54,60	22,88
	agroalimentaire	5	54,60	26,69

	hôtellerie	2	31,00	9,40
<b>AEB</b>	Pharmaceutique	4	7,50	3,35
	Assurance	5	11,20	7,35
	agroalimentaire	5	18,00	26,55
	hôtellerie	2	9,00	3,13

Source: Réalisé depuis l'analyse de l'échantillon étudié.

L'analyse descriptive des données fait ressortir les remarques suivantes :

D'après les résultats statistiques par **année** ; l'analyse des variations de rendement des actifs indique que le ROA a un minimum de -0.146 et un maximum de 0.184 ; cela signifie que durant la période (2012-2017) la profitabilité des entreprises cotées de l'échantillon étudiée par rapport à son actif varie entre -0.146 et 0.184. L'analyse de la moyenne montre qu'il y a une baisse remarquable après le choc qui aura lieu en 2015 d'une moyenne de 1.006 en 2014 à 0.786 en 2015 , ce qui signifie qu'il y a un effet sur le rendement des actifs. D'autre part, la baisse de rendement des capitaux propre s'est poursuivie parallèlement au choc pétrolier, on remarque une forte baisse entre 2014 et 2015 (de 2.907 en 2014 à 1.896 en 2015). avec un écart type de 0.085 en 2015 et varie entre un minimum de -0.141 et un maximum de 0.930 durant la période d'étude. Le rendement boursier enregistre une baisse au cours de la période d'étude qui indique des moyennes de (0.12 ; 0.41 ; 0.19 ; 0.33 ; 0.42) respectivement en (2013, 2014, 2015, 2016, 2017) avec un écart type de 0.242 en 2015.

En ce qui concerne la comparaison **des pays** : Nous avons un échantillon de 16 entreprises (7 entreprises marocaines, 5 entreprises tunisiennes et 04 entreprises algériennes ) L'analyse de la rentabilité des actifs ROA indique que les trois pays ont presque la même moyenne de 5%. par

contre le Maroc a enregistré l'écart type la plus élevée avec 6% et l'Algérie a enregistré le plus faible d'une moyenne de 2%. Par contre l'analyse de la rentabilité des capitaux propre montre que les entreprises tunisiennes sont les plus rentables avec une moyenne de 16% et un écart type de 29%. L'analyse des rendements boursier montre que l'Algérie a enregistré le rendement le plus élevé avec une moyenne de 6% après le Maroc avec 4% ensuite la Tunisie avec 2%. Le Maroc a enregistré l'écart type le plus élevé de 22%. En terme d'ancienneté ; les entreprises marocaines et tunisiennes sont les plus âgées d'une moyenne de 52,86 et 54,20. Par contre les entreprises algérienne sont plus jeunes d'une moyenne de 29% malgré que les trois pays font l'indépendance dans la même période. De plus ; Les entreprises marocaine cotée sont les plus anciennes en bourse avec une moyenne de 16 ans après la Tunisie avec 10 ans et l'Algérie avec 6 ans. Cependant l'analyse des exportations des hydrocarbures (EXPORT OIL) indique que l'Algérie export plus de 90%, la Tunisie 10% et le Maroc 2.5%. Pour l'économie algérienne on s'attend que le choc soit défavorable donc les entreprises cotées en bourse dû à la dépendance de l'économie algérienne du pétrole. Contrairement les autres pays ; qui sont probablement moins sensibles au choc pétrolier.

•

Conce

nant l'analyse descriptive **des secteurs** montre que :

Notre échantillon contient 4 entreprises pharmaceutiques, 5 entreprises du secteur agroalimentaire, 5 entreprises d'assurance et 2 entreprises du secteur hôtellerie. Les entreprises pharmaceutique et agroalimentaire sont les plus rentables par rapport les autres secteurs (hôtellerie, assurance). d'abord pour la rentabilité des actifs ; le secteur pharmaceutique a enregistré une moyenne importante par rapport aux autres secteurs avec 9% de moyenne ; par contre le secteur d'hôtellerie a enregistré la plus faible moyenne de 0.5% ; ce que justifier l'absence des entreprises d'hôtellerie dans la bourse de Tunis et dans la bourse de Casablanca il y a une seule entreprise cotée. Ensuite concernant l'analyse de la rentabilité des capitaux propre; on remarque le même résultat sauf que cette fois le secteur agroalimentaire a enregistré la moyenne la plus élevée de 17% ; après on remarque que le secteur pharmaceutique a enregistré une moyenne de 16.5%, et le secteur d'hôtellerie a enregistré la moyenne la plus faible. Cependant ; l'analyse des rendements boursier indique que les quatre secteurs ont presque la moyenne de 6% sauf que le secteur d'hôtellerie a enregistré une moyenne très faible de -2% ; ce que confirme le nombre très réduit des entreprises pharmaceutique cotées en bourse. L'analyse de l'âge des entreprises par secteur montre que les entreprises agroalimentaire et celle d'assurance sont les plus anciennes. Enfin l'analyse de l'ancienneté en bourse montre que les entreprises agroalimentaires sont les anciennes en bourse

avec une moyenne de 18 ans après on trouve les entreprises d'assurance avec 11 ans de moyenne, les entreprises d'hôtellerie avec 9 ans de moyenne et enfin les entreprises agroalimentaires avec une moyenne de 7 ans.

**Le teste ANOVA :**

Le test de L'analyse de la variance permet d'étudier le comportement d'une variable quantitative à expliquer en fonction d'une ou de plusieurs variables qualitatives ; on trouve dans le tableau suivant le résultat du test ANOVA :

**Tableau N°08: Résultats d'égalité des moyennes par pays**

<b>Variable</b>	<b>Somme des carrés</b>	<b>ddl</b>	<b>F</b>	<b>Sig</b>
<b>ROA</b>	0.000	2	0.024	0.976
<b>ROE</b>	0.018	2	0.009	0.773
<b>RENDEMENT</b>	0.014	2	0.276	0.745

Source : Traitement statistique des données selon le programme SPSS.

Le résultat d'égalité des moyennes pour les trois pays (Algérie, Tunisie, Maroc) montre qu'il n'y a pas de différence significative entre les pays maghrébins concernant la rentabilité des actifs ROA, la rentabilité des capitaux ROE et le rendement.

Tableau N°09: Résultats d'égalité des moyennes par secteurs

Variable	Somme des carrées	ddl	F	Sig
ROA	0.086	3	14.477	0.000***
ROE	1.748	3	1.748	0.163
RENDEMENT	1.203	3	1.203	0.314

Source : Traitement statistique des données selon le programme SPSS.

(\*\*\*) Degré de signification à 1%.

Le résultat d'égalité des moyennes pour les secteurs indique qu'il existe une différence significative entre les groupe concernant la rentabilité des actif avec une statistique égale à 14.477 avec une probabilité inférieur à 1% .par contre elle n'est pas significative concernant la rentabilité des capitaux et le rendement.

Dans le but de mener une comparaison des différentes variables retenues dans le modèle avant et après le choc pétrolier de 2014, on utilise le test T :

Tableau N°10: comparaison des variables avant et après le choc

variable	Avant le choc		Après le choc	
	Mean	Std.div	Mean	Std.div
ROA	0,054	0,049	0,055	0,057
ROE	0,119	0,218	0,158	0,159
RENDEM ENT	0,027	0,145	0,059	0,154

Source : Réalisé depuis l'analyse de l'échantillon étudié

**TABLEAU N°11:** résultat du test de T pour échantillons appariés.

<b>variables</b>	<b>moyenne</b>	<b>Ecart type</b>	<b>Moyenne standard</b>	<b>erreur</b>	<b>t</b>
<b>ROA après le choc-ROA avant le choc</b>	0.0015	0.037		0.009	0.162
<b>ROE après le choc-ROE avant le choc</b>	0.038	0.121		0.030	1.276
<b>Rendement après le choc - rendement avant le choc</b>	0.031	0.63		0.015	1.980 **

**Source :** Réalisé depuis l'analyse de l'échantillon étudié par le SPSS.

(\*\*) Degré de signification à 10%

D'après le résultat de test t, on obtient ce qui suit :

La moyenne de la différence est positive pour les trois ratios ROA, ROE et le Rendement boursier donc le choc pétrolier a un effet sur le rendement des actifs, le rendement des capitaux propre et le rendement boursier mais on remarque que ce dernier est le plus affecter par le choc (10%).En conséquence le choc a été en faveur de bourse.

#### **1.4 Corrélation entre variables explicatives**

Afin de déterminer les différents liens entre les variables externes, de sorte que notre modèle soit meilleur, les variables ne doivent pas être liées les unes aux autres. Pour vérifier la présence ou absence de multi colinéarité, nous construisons la matrice de corrélation suivante:

**Tableau N°12:** matrice de corrélation des variables du modèle (1).

	ROA	Sassur	Spharma	Shotellerie	Age	AEB2012	Export	Choc
ROA								
Sassur	-0.3**							
Spharma	0.43**	-0.4**	1					
Shotellerie	-0.4**	-0.31*	-0.218*	1				
Age	0.42**	0.57	-0.085	-0.275**	1			
AEB2012	0.152	-0.39	-0.169	-0.075	0.509**	1		
Export %	-0.02	-0.068	-0.007	0.200**	-0.46**	-0.228*		
Choc	-0.018	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	-0.60	

Source : D'après le traitement statistique des données selon le programme SPSS

**Tableau N°13:** matrice de corrélation des variables du modèle (2).

	R	Sassur	Spharma	Shotellerie	Age	AEB2012	Export	Choc
R	1							
Sassur	-0.33	1						

<b>Spharma</b>	0.073	-0.38**	1					
<b>hotellerie</b>	-0.179*	-0.255*	-0.218*	1				
<b>AEB</b>	0.304**	-0.039	-0.169	-0.075	1			
<b>AGE</b>	0.194	-0.054	-0.085	-0.275**	0.509**	1		
<b>Export%</b>	-0.055	-0.068	-0.007	0.200	-0.228*	-0.466**	1	
<b>Choc</b>	0.106	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	-0.06	1

Source : D’après le traitement statistique des données selon le programme SPSS.

(\*\*\*) Significatif au seuil de 1%

(\*\*) Significatif au seuil de 5%

(\*) Significatif au seuil de 10%

le tableau ci-dessous désigne la matrice de corrélation entre les différentes variables prises dans le modèle empirique (1), les résultats indiquent que la rentabilité des actifs est négativement corrélée avec la variable Sassur et Shotellerie ( respectivement -30%, - 40%) en outre, elle est corrélée positivement avec le Spharma et l’Age( respectivement 43%, 42%).

D’après le résultat de la corrélation du modèle (2) ; le rendement boursier est corrélé seulement avec deux variable : AEB et Shotellerie ; en effet elle corrélé positivement avec la variable ‘année en bourse’ par contre elle corrélé négativement avec le secteur hôtellerie.

### 1.5 Modèle d’analyse :

Après avoir présenté toutes les variables de notre modèle ainsi que leurs mesures, nous pouvons déduire nos modèles d’analyse qui expriment le lien entre la performance et les déterminants :

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 * Sassur + \beta_2 * Spharma + \beta_3 * Shottellerie + \beta_4 * Age + \beta_6 * Taille + \beta_7 * Maroc + \beta_8 * Tunisie + \beta_9 * AEB + \beta_{10} * Export\ o\grave{il} + \beta_{11} * choc + \beta_{12} * choc * Export\ o\grave{il} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

$$\text{RENDEMENT}_{it} = \beta_0 + \beta_1 * \text{Sassur} + \beta_2 * \text{Spharma} + \beta_3 * \text{Shottellerie} + \beta_4 * \text{Age} + \beta_6 * \text{Taille} + \beta_7 * \text{Maroc} + \beta_8 * \text{Tunisie} + \beta_9 * \text{AEB} + \beta_{10} * \text{Export oil} + \beta_{11} * \text{choc} + \beta_{12} * \text{choc} * \text{Export oil} + \epsilon_{it}$$

(2)

Choc=1 si  $t \geq 2014$  et 0 sinon.

Sassur= 1 si le secteur d'assurance et 0 sinon

Spharma= 1 si le secteur pharmaceutique et 0 sinon

Shottellerie =1 si le secteur hôtellerie et 0 sinon

La crise pétrolière concerne les années 2015 et 2016, pendant cette période les prix de pétrole ont diminués plus de 50%

Avec :

$i = 1, 2, \dots, 20$  : Désigne l'indice des entreprises ;

$t = \{0, 1, 2, 3\}$  : Désigne l'indice des périodes ;

$\beta_0$ : C'est une constante ;

$\beta$  ( $k=1, 2, \dots, 7$ ) : Sont les coefficients des variables explicatives

$\epsilon_{it}$  : Le terme d'erreur ;

Les variables du modèle sont présentées sur le tableau ci-dessus :

**Tableau N°14:** Tableau récapitulatif de l'ensemble des variables

Variable	Sigle
<b>Variable dépendante</b>	
Rentabilité des actifs	ROA

Rentabilité des capitaux propres	ROE
Rendement boursier	RENDEMENT
<b>Variable indépendantes</b>	
Age des entreprises	Age
Année en bourse	AEB
Taille de l'entreprise	Taille
Exportation des hydrocarbures	EXPORT OIL

## Section 02 : Présentation et interprétation des résultats.

Après avoir spécifié le modèle économétrique d'une régression linéaire qui met une relation entre la variable dépendante et les variables explicatives.

### représentation des résultats :

Les principaux résultats sur le modèle sont présentés dans le tableau suivant :

**Tableau N°15:** résultats du modèle (1) de la régression.

ROA	coefficient	STD.DIV	t	P t
S Assur	<b>-0.032</b>	<b>0.010</b>	<b>-3.056</b>	<b>0.003***</b>
S pharma	<b>0.035</b>	<b>0.011</b>	<b>3.111</b>	<b>0.003***</b>
S hôtellerie	<b>-0.044</b>	<b>0.014</b>	<b>-2.984</b>	<b>0.003***</b>
Age2012	<b>0.001</b>	<b>0.000</b>	<b>5.316</b>	<b>0.000***</b>
AEB2012	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>-0.357</b>	<b>0.713</b>
Maroc	<b>-0.85</b>	<b>0.134</b>	<b>-0.632</b>	<b>0.384</b>

Tunisie	<b>-0.083</b>	<b>0.123</b>	<b>-0.677</b>	<b>0.370</b>
Export oil	<b>-0.002</b>	<b>0.003</b>	<b>-0.404</b>	<b>0.483</b>
Choc	<b>-0.006</b>	<b>0.014</b>	<b>-1.136</b>	<b>0.730</b>
Choc*Export Oïl	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>-0.925</b>	<b>0.325</b>

Source : D'après le traitement statistique des données selon le programme SPSS.

(\*\*\*) : Degré de signification a 1%.

**Tableau N°16:** résultats du modèle (2) de la régression.

<b>Rendement</b>	coefficient	STD.DIV	t	P t
S Assur	-0.006	0.039	-0.150	0.881
S pharma	0.029	0.043	0.677	0.501
S hôtellerie	-0.073	0.055	-1.343	0.183
Age2012	0.001	0.001	0.955	0.342
AEB2012	0.003	0.001	2.338	0.022*
Maroc	-0.178	0.955	-0.186	0.853
Tunisie	-0.183	0.873	-0.209	0.835
Export oïl	-0.001	0.010	-0.098	0.922
Choc	0.032	0.067	0.447	0.637
Choc*Export Oïl	0.000	0.001	-0.332	0.741

Source : D'après le traitement statistique des données selon le programme SPSS.

(\*) : Degré de signification a 5%.

**Tableau N°17:**Résultat de test de Fisher.

<b>Modèle(1)</b>	<b>Somme des carrées</b>	<b>ddl</b>	<b>Carré moyen</b>	<b>F</b>	<b>P F</b>
Régression	0.139	10	0.014	9.410	0.000***
	0.121	82	0.001		
Total	0.260	92			
<b>Modèle(2)</b>					
Régression	0.364	10	0.036	1.726	0.089*
	1.728	82	0.021		
Total	2.091	92			

Source : D'après le traitement statistique des données selon le programme SPSS.

(\*\*\*) : Degré de signification a 1%.

(\*\*): Degré de signification a 10%.

**Tests de Fisher :**

Concernant, le test **Fisher** de modèle(1) qui permet de tester la significativité de l'ensemble des coefficients des variables explicatives (Sassur, Spharma, Spharma, Age2012, pays, choc) indique une statistique égale à 9.410 avec une probabilité inférieure à 1% cela veut dire que le modèle est significatif au niveau de 1% ; donc les coefficients des variables de notre modèle ne sont pas tous nuls.

Le test Fisher de modèle(2) indique une statistique égale à 1.726 avec une probabilité inférieure à 10% cela veut dire que le modèle est significatif au niveau de 10%.

Selon le test de **Student** le tableau ci-dessus du premier modèle montre qu'il y a deux variables significatifs avec des seuils différents. Il s'agit de la variable Sassur, Spharma, Shotellerie

et de l'Age2012 significative au seuil de 1%. Par contre les variables AEB2012, Maroc, Tunisie, Export OIL, choc et la variable croisée choc\*export oil ne sont pas significatives. D'après le deuxième modèle le rendement boursier est expliqué seulement par l'année en bourse, cette dernière est significative positivement au seuil de 5%.

**interprétation des résultats :****résultat du modèle 01 (ROA)****l'impact du choc pétrolier :**

La crise pétrolière de 2014 n'a pas influencé significativement la rentabilité des actifs des sociétés cotées en bourse ce qui est apparu dans le résultat de la régression de la variable choc qui signifie le choc pétrolier.

**Les secteurs :****Assurance :**

En ce qui concerne la variable 'Sassur', qui indique la différence entre le secteur assurance et le témoin (le secteur agroalimentaire), elle est significative au seuil de 1%. Donc le ROA du secteur assurance est significativement inférieure au moins de 3% par rapport le secteur agroalimentaire.

**Pharmaceutique :**

Les entreprises pharmaceutiques ont un ROA significativement supérieure par rapport les entreprises agroalimentaire au seuil de 1% ce qui est apparu au résultat de la variable Spharma.

**Hôtellerie :**

Le résultat de la variable Shotellerie qui indique la différence entre le ROA du secteur hôtellerie et le secteur agroalimentaire est significativement inférieure par rapport le secteur agroalimentaire au moins de 4%.

**Impact de l'ancienneté :**

L'ancienneté des sociétés dans ce modèle est mesuré par la variable 'Age2012' qui indique l'âge de la société par rapport l'année 2012 .elle est significative au seuil de 1% avec un coefficient

de 0.001, elle a un effet positif. En effet pour arriver à 1% de ROA on a besoin de 10 ans de différence d'âge.

### **brésultat du modèle 02 (Rendement)**

#### **L'impact de l'ancienneté en bourse :**

Dans cette étude l'ancienneté en bourse est mesurée par les années en bourse de chaque entreprise par rapport l'année 2012.elle est significativement positive au seuil de 5% avec un coefficient de 0.003 donc l'ancienneté en bourse a un effet positif sur le rendement boursier ça veut dire que les entreprises les anciennes en bourse sont les plus rentables.

### **Conclusion**

Cette partie empirique nous a permis d'étudier la relation entre les déterminants externes et internes et principalement la crise pétrolière qui a touché l'Algérie en 2014 et la performance des entreprises maghrébines cotées en bourse durant la période 2012-2017. À cette fin, Nous avons utilisé le modèle de régression.

Sur la base des résultats de la recherche, l'étude a conclu que l'âge de l'entreprise a un effet positif significatif sur la performance financière des entreprises maghrébines cotées. En outre, l'étude en déduit que l'âge aide les entreprises à devenir plus efficaces, car avec le temps, les entreprises découvrent ce qu'elles font et trouvent de meilleures façons de faire les choses.

De plus, l'étude en déduit que l'ancienneté en bourse a un effet positif sur la performance des entreprises, cela veut dire que les entreprises plus anciennes en bourse sont mes plus performantes.

Enfin ; contrairement à l'attente le résultat de la recherche indique que la crise pétrolière n'a pas influencé la performance financière des entreprises cotées dans les trois pays ce que soit un pays importateur ou bien exportateur.

# **Conclusion générale**

### **Conclusion générale :**

Cette présente étude a pour but d'effectuer une étude sur les différents facteurs qui influencent la performance financière des entreprises maghrébines cotées en bourse. L'impact de la crise pétrolière de 2014 sur ces entreprises est analysé.

La performance financière des entreprises a été largement étudiée dans de nombreux pays, en particulier en Amérique du Nord et en Europe. Les résultats tirés de ces études indiquent que la performance financière de l'entreprise dépend de plusieurs facteurs internes (la taille, l'Age, la liquidité...) et externes (la crise pétrolière, l'inflation, le taux de change, la croissance du PIB...).

Notre étude est basée sur un échantillonnage de 16 entreprises maghrébines de trois pays (Maroc, Tunisie, Algérie) de quatre secteurs (agroalimentaire, pharmaceutique, hôtellerie et assurance) observées entre 2012 et 2017.

Nous estimons un modèle économétrique à travers l'analyse de régression linéaire multiple appliqué sur un échantillon de 16 entreprises maghrébines cotées en bourse observées durant la période 2012-2017. Pour expliquer la performance des entreprises cotées nous examinons les mesures de la rentabilité des actifs ROA, la rentabilité des capitaux propres ROE et le rendement boursier en fonction des caractéristiques des entreprises telles que la taille, l'âge, l'année d'introduction en bourse, ainsi que les trois variables qualitatives exprimant les secteurs (agroalimentaire, pharmaceutique, assurance, hôtellerie), le pays (Algérie, Tunisie, Maroc) et la nature de l'année (année avant le choc pétrolier et année après le choc).

### **Résultats de la recherche :**

Les résultats montrent que l'âge de l'entreprise a un impact statistique significatif sur le rendement des actifs des entreprises cotées. Ce résultat est cohérent avec le résultat des recherches de Coad, al.(2013) et de Vassilakis (2008) qui ont trouvé que l'âge a une influence statistique significative sur la performance financière. En conséquence, les entreprises plus anciennes ont de meilleures performances parce qu'elles sont plus expérimentées et apprécient les avantages de

« l'apprentissage par la pratique ». De plus, les jeunes entreprises sont sujettes à des « engagements de nouveauté » qui se réfèrent à un certain nombre de facteurs mal compris conduisant à des taux d'échec plus élevés (Stinchcombe, 1965). Les résultats indiquent également que les rendements des actifs des entreprises pharmaceutiques sont plus grands que ceux des entreprises agroalimentaires alors que les entreprises appartenant aux secteurs hôtellerie et assurance sont les moins performantes. Pour ce qui est du rendement boursier seule la variable ancienneté en bourse est significative.

Contrairement à l'attente, le choc pétrolier de 2014 n'a pas un impact significatif sur la performance financière des entreprises cotées. Cependant, Kilian et Park (2009) montrent que les différents chocs des prix du pétrole déclenchent des réactions différentes de la part du marché boursier. En particulier, ils constatent que les rendements boursiers ne répondent pas vraiment aux chocs d'offre, alors que des réponses positives (négatives) sont observées lors de chocs de demande globale (demande de précaution).

Concernant les variables macroéconomiques elles ne sont pas significatives. De même, la taille de l'entreprise n'a pas d'impact sur la performance financière des entreprises. Cette constatation est étayée par (Yuqi 2007), pour les entreprises qui deviennent exceptionnellement grandes, l'effet de la taille pourrait être négatif pour des raisons bureaucratiques et autres.

### **Les limites de l'étude :**

Les principales limites de cette recherche sont la taille de l'échantillon, ainsi que le nombre très limité des entreprises cotées en bourse d'Alger. Les résultats de l'étude sont basés sur un petit échantillon de 16 entreprises observées durant 6 ans. De même, en raison du manque d'informations, les facteurs explicatifs du modèle sont limités.

### **Recommandation :**

L'étude limitée à des facteurs qui affectent la performance financière des sociétés cotées en bourse. Par conséquent, des recherches supplémentaires devraient être menées pour déterminer d'autres facteurs qui affectent la performance financière ; tels que

la compétence managériale et la capitalisation de l'entreprise sont recommandées pour une étude ultérieure.

# **Bibliographie**

### Bibliographie

#### I. Thèses et Mémoires

- 1) « La Bourse des valeurs mobilières de Tunis » par Anonyme IHEC Carthage - Master Gestion Hôtelière et Touristique.
- 2) BENCHABANE Meriem « Étude comparative des marchés financiers maghrébin » Université Mouloud MAMMARI de Tizi-Ouzou.

#### II. Rapports, articles, revues

- 1) Fatiha Talahite,( RÉFORMES ET TRANSFORMATIONS ÉCONOMIQUES EN ALGÉRIE) ; Université Paris-Nord - Paris XIII, 2010.
- 2) SAUSSAY, A, GUILLOU, A , BOISSEL, C « baisse des prix du pétrole : aubaine économique, défi écologique»
- 3) COPINSCHI., P. « L'impact de la baisse du prix de pétrole sur les pays producteur d'Afrique équatorial
- 4) OUKACI, K.SOUFI, N. « Impact de la baisse des prix du pétrole sur l'économie algérienne évaluation à l'aide d'un modèle d'équilibre général calculable (MEGC) »
- 5) CHIKH-AMNACHE, S. Le syndrome hollandais: aspects théoriques et vérification empirique, en référence à l'économie algérienne
- 6) Dhaoui, Iyad, The impacts of falling oil prices on the Tunisian economy, Research Unit Money, Development and Infrastructures (MODEVI), Faculty of Economics and Management of Sfax, May 2015.
- 7) Stavros Degiannakis, George Filis, and Vipin Arora,( Oil Prices and Stock Markets), June 2017
- 8) P .Artus, A. d'Autume, P. Chalmin et Jean-Marie Chevalier(Les effets d'un prix du pétrole élevé et volatil) Paris, 2010
- 9) Bourse de Tunis ; Rapports d'activité Annuels de 2012-2013.
- 10) Bourse de Tunis, « Le Guide d'investissement en bourse »
- 11) Stavros Degiannakis, George Filis, and Vipin Arora ( Oil Prices and Stock Markets), June 2017
- 12) ISSOR, Zineb. Projectifs, proyéctica, projectique : La performance de l'entreprise un

- concept complexe aux multiples dimensions. N°17. Edition: Boeck supérieur, 2008 à 2017, p93-103.
- 13) SANNI Yaya Hachimi, mc. La problématique de la performance organisationnelle, ses déterminants et les moyens de sa mesure :une perspective holistique et multicritérielle. Edition : faculté des sciences de l'administration de l'université Laval, direction de la recherche, 2003. P.34.
- 14) PAUCHER, Pierre. Mesure de la performance financière de l'entreprise. Collection de la gestion en plus :Office des Publications Universitaire.
- 15) SAHUT, Jean Michel, JS Lantz. La création de valeur et performance financière. La revue du financier.2003.P.28
- 16) MALO J-L.et MATHE.J.C., « L'essentiel du contrôle de gestion», Edition d'Organisation», 2ème édition,Paris, 2000.
- 17) Olivier De La VILLARMOIS, « Le concept de la performance et sa mesure : un état de l'art », 2001, Centre Lillois d'analyse et de la recherche sur l'évolution des entreprises UPRESA, CNRS 8020.
- 18) GIRAUD F., SAULPIC O., NAULLEAU G., DELMOND M.H., BESCOS P.L, « Contrôle de Gestion et Pilotage de la performance », GUALINO EDITEUR, France, 2002, p 21
- 19) KANIT Abd El Gafour : «élaboration d'un tableau de bord prospectif», magistère, université de Batna, 2002,p56.
- 20) GIRAUD.F., SAULPICO., NAULLEAU.G., DELMONDM.H., BESCOSP.L Préface de Patrice Marteau, « Le contrôle de gestion et pilotage des performances », Gualino éditeur, France 2002, p.72
- 21) Maleya M. Omondi (Factors Affecting the Financial Performance of Listed Companies); No.15, 2013;p.101.
- 22) Dr. Amal Yassin Almajali(Factors Affecting the Financial Performance); April 1, 2012;p.272.
- 23) Maleya M. Omondi (Factors Affecting the Financial Performance of Listed Companies); p.101
- 24) Revue économique et financière asiatique, 2019, 9 (1): 78-90

- 25) GEORGE FILIS, (Macro economy, stock market and oil price) 2009, p6.
- 26) Mureithi, S., Mukhongo, A., & Datche, E.( MACRO-ECONOMIC FACTORS AFFECTING PERFORMANCE OF FIRMS LISTED IN NAIROBI SECURITIES EXCHANGE)
- 27) D Asteriou, A Dimitras & A Lendewig(The Influence of Oil Prices on Stock Market Return); August 23, 2013

### III. Site internet

- 1) Données sur les comptes nationaux de la Banque mondiale et fichiers de données sur les comptes Nationaux de l'OCDE.
- 2) <http://www.casablanca-bourse.com> ; Dernière mise à jour : 09/12/2016 ; date de consultation:20/08/20.
- 3) <http://www.sgbv.dz/> date de consultation : 20/08/20.
- 4) <http://dx.doi.org/10.5296/jmr.v4i2.1482>
- 5) <http://dx.doi.org/10.5296/jmr.v4i2.1482>
- 6) <http://www.jobintree.com/dictionnaire/definition-pib-104.html> consulté le 28/08/20.
- 7) [www.strategicjournals.com](http://www.strategicjournals.com).
- 8) [http://www.toupie.org/Dictionnaire/Taux\\_interet.htm](http://www.toupie.org/Dictionnaire/Taux_interet.htm) visité le 20/08/2020.
- 9) <http://dx.doi.org/10.5539/ijbm.v8n18p101>.
- 10) <https://www.upsidebourse.com/>
- 11) <https://www.tustex.com/>
- 12) <https://fr.countryeconomy.com/>

13) <https://www.focus-economics.com/>

14) <https://fr.statista.com/>

15) <https://data.worldbank.org/indicator>

# **Annexes**

## Annexe N°01 : Résultat de régression du modèle (1)

		Coefficients <sup>a</sup>				
		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés		
Modèle		B	Erreur standard	Bêta	t	Sig.
1	(Constante)	5,825	2,679		2,174	,033
	s assur	-,006	,039	-,018	-,150	,881
	s pharma	,029	,043	,085	,677	,501
	s hôtellerie	-,073	,055	-,164	-1,343	,183
	Tunisie	-,183	,873	-,565	-,209	,835
	Maroc	-,178	,955	-,590	-,186	,853
	Age 2012	,001	,001	,126	,955	,342
	EXPORT OIL %	-,001	,010	-,265	-,098	,922
	choc	,032	,067	,106	,474	,637
	chocexport	,000	,001	-,058	-,332	,741
	AIB	-,003	,001	-,280	-2,338	,022

## Annexe 02 : Résultat de régression du modèle ()

**Coefficients<sup>a</sup>**

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés		
		B	Erreur standard	Bêta	t	Sig.
1	(Constante)	-,013	,709		-,018	,986
	s assur	-,032	,010	-,283	-3,082	,003
	s pharma	,035	,011	,289	3,084	,003
	s hotellerie	-,044	,014	-,277	-3,016	,003
	Tunisie	-,209	,231	-1,827	-,902	,370
	Maroc	-,221	,253	-2,079	-,875	,384
	Age 2012	,001	,000	,530	5,344	,000
	EXPORT OIL %	-,002	,003	-1,430	-,704	,483
	choc	-,006	,018	-,058	-,346	,730
	chocexport	,000	,000	-,121	-,925	,358
	AIB	,000	,000	,033	,369	,713

**Annexe 03 :** matrice de corrélation des variables de régression du modèle(1)

## Corrélations

	ROA	AEB2012	s assur	s pharma	s hotellerie	Age 2012	EXPORT OIL %	choc	
ROA	Corrélation de Pearson	1	,152	-,319**	,430**	-,348**	,421**	-,023	-,018
	Sig. (bilatérale)		,145	,002	,000	,001	,000	,824	,861
AEB2012	N	93	93	93	93	93	93	93	
	Corrélation de Pearson	,152	1	-,039	-,169	-,075	,509**	-,228*	,000
s assur	Sig. (bilatérale)	,145	,703	,101	,470	,000	,026	,026	1,000
	N	93	96	96	96	96	96	96	
s pharma	Corrélation de Pearson	-,319**	-,039	1	-,389**	-,255*	,057	-,068	,000
	Sig. (bilatérale)	,002	,703	,000	,012	,583	,510	,1000	1,000
s hotellerie	N	93	96	96	96	96	96	96	
	Corrélation de Pearson	,430**	-,169	-,389**	1	-,218*	-,007	-,007	,000
Age 2012	Sig. (bilatérale)	,000	,101	,000	,033	,409	,942	,942	1,000
	N	93	96	96	96	96	96	96	
EXPORT OIL %	Corrélation de Pearson	-,348**	-,075	-,255*	-,218*	1	-,275**	,200	,000
	Sig. (bilatérale)	,001	,470	,012	,033	,007	,050	1,000	
choc	N	93	96	96	96	96	96	96	
	Corrélation de Pearson	,421**	,509**	,057	-,085	-,275**	1	-,466**	,000
s pharma	Sig. (bilatérale)	,000	,000	,583	,409	,007	,000	1,000	
	N	93	96	96	96	96	96	96	
s hotellerie	Corrélation de Pearson	-,023	-,228*	-,068	-,007	,200	1	-,060	
	Sig. (bilatérale)	,824	,026	,510	,942	,050	,000	,565	
EXPORT OIL %	N	93	96	96	96	96	96	96	
	Corrélation de Pearson	-,018	,000	,000	,000	,000	-,060	1	
choc	Sig. (bilatérale)	,861	1,000	1,000	1,000	1,000	,565		
	N	93	96	96	96	96	96	96	

**Annexe 04 :** matrice de corrélation des variables de régression du modèle(2)

	Rendement	AEB2012	s assur	s pharma	s hotellerie	Age 2012	EXPORT OIL %	choc	
Rendement	Corrélation de Pearson	1	,304**	-.033	,073	-.179	,194	,055	,106
	Sig. (bilatérale)		,003	,756	,489	,086	,062	,602	,312
AEB2012	Corrélation de Pearson	,304**	1	-.039	-.169	-.075	,509**	-.228*	,000
	Sig. (bilatérale)			,703	,101	,470	,000	,026	,026
s assur	Corrélation de Pearson	-.033	-.039	1	-.389**	-.255*	,057	-.068	,000
	Sig. (bilatérale)				,000	,012	,583	,510	,000
s pharma	Corrélation de Pearson	,073	-.169	-.389**	1	-.218*	-.085	-.007	,000
	Sig. (bilatérale)					,033	,409	,942	,000
s hotellerie	Corrélation de Pearson	-.179	-.075	-.255*	-.218*	1	-.275**	,200	,000
	Sig. (bilatérale)						,007	,050	,000
Age 2012	Corrélation de Pearson	,194	,509**	,057	-.085	-.275**	1	-.466**	,000
	Sig. (bilatérale)							,000	,000
EXPORT OIL %	Corrélation de Pearson	,055	-.228*	-.068	-.007	-.466**	1	-.060	,000
	Sig. (bilatérale)							,000	,000
choc	Corrélation de Pearson	,106	,000	,000	,000	,000	-.060	1	,000
	Sig. (bilatérale)								,000
	N	93	96	96	96	96	96	96	96

# **Table des matières**

Remerciement.....	
Dédicace .....	
Liste des tableaux .....	
Liste des figures.....	
Liste des abréviations .....	
Liste des annexes .....	
Résumé .....	
Sommaire .....	
<b>Introduction générale .....</b>	<b>A</b>
<b>Chapitre I : Le système boursier en Algérie Tunisie et Maroc .....</b>	<b>01</b>
Introduction du chapitre.....	01
<b>Section 01 : Le système bancaire Algérien.....</b>	<b>02</b>
Les économies du Maghreb .....	02
1.1 La croissance du PIB.....	03
1.2 Inflation, prix à la consommation.....	05
L’historique du système boursier maghrébin .....	07
L’historique de la bourse d’Alger .....	08
2.2 L’historique du marché boursier marocain.....	08
2.3 L’historique de la bourse de Tunis .....	09
Comparaison entre les bourses maghrébines .....	10
3.1 Structure des marchés.....	11
3.2 Les modes et systèmes de cotation.....	11
3.3 La capitalisation boursière.....	11
3.4 Les indices boursiers .....	20

<b>Section 02 : La sensibilité du système boursier au choc pétrolier .....</b>	<b>27</b>
Evolution du prix du baril du pétrole .....	28
La dépendance des pays maghrébins au pétrole .....	25
2.1 Importance de pétrole dans l'économie algérienne .....	27
2.2 Importance de pétrole dans l'économie tunisienne .....	27
2.3 Importance de pétrole dans l'économie marocaine .....	28
1. Les conséquences du choc pétrolier sur le système boursier .....	29
3.1 Définition du choc pétrolier.....	30
3.2 Les conséquences aux niveaux mondiale .....	32
3.3 Études antérieurs .....	35
<b>Conclusion .....</b>	<b>39</b>
<b>Chapitre II: La performance d'entreprise : fondement théorique et revue de la littérature.....</b>	<b>40</b>
<b>Section 01 : Les Conceptualisation de la performance .....</b>	<b>40</b>
Conceptualisation de la performance .....	41
2. Méthode d'analyse.....	44
La performance financière des entreprises : définition et mesure.....	45
Les critères de la performance financière .....	46
La mesure de la performance.....	46
La rentabilité et la performance financière.....	46
<b>Section 02 : Les déterminants principaux de la performance d'une entreprise .....</b>	<b>47</b>
1. Les déterminants microéconomique .....	53
2. Les déterminants macroéconomique .....	55

<b>Conclusion</b> .....	59
<b>Chapitre III : ETUDE EMPIRIQUE : l'impact des déterminants de la performance des entreprises maghrébines cotées en bourse</b> .....	60
Introduction du chapitre.....	60
<b>Section 01 : Présentation des données et analyse descriptive des variables</b> .....	60
Construction et descriptif de la base de données.....	60
Méthode d'analyse.....	61
2.1 Motif de choix.....	61
2.2. Définition et mesure des variables.....	61
3. Analyse descriptive des données.....	64
3.1 Statistiques descriptives test de comparaison des moyennes.....	66
4. Corrélation entre variables explicatives .....	73
5. Modèle d'analyse.....	75
<b>Section 02 : présentation, application et interprétation des résultats</b> .....	77
1. Représentation des résultats .....	77
2 .Interprétation des résultats .....	79
<b>Conclusion</b> .....	81
<b>Conclusion générale</b> .....	82
Bibliographie .....	85
Annexes .....	.
Table de matière .....	