

Gestion des bénéfices et performance boursière autour des IPO : Analyse empirique sur un échantillon d'entreprises cotées à la Bourse de Casablanca

Earnings Management and Stock Market Performance around IPOs: Empirical Analysis of Companies Listed on the Casablanca Stock Exchange

AMMARI ZAYNAB

Doctorante en Sciences de Gestion

Faculté des Sciences Juridiques, Économiques et Sociales de Tétouan

Université Abdelmalek Essaâdi de Tétouan

Laboratoire du recherche Management Finance Digitalisation et Économie Appliquée
Maroc

EL AAROUBI SIRAJ

Enseignant-Chercheur,

Faculté des Sciences Juridiques, Économiques et Sociales de Tétouan

Université Abdelmalek Essaâdi de Tétouan

Laboratoire du recherche Management Finance Digitalisation et Économie Appliquée
Maroc

Date de soumission : 16/06/2026

Date d'acceptation : 20/07/2026

Pour citer cet article :

AMMARI Z. & EL AAROUBI S. (2026) «Gestion des bénéfices et performance boursière autour des IPO : Analyse empirique sur un échantillon d'entreprises cotées à la Bourse de Casablanca», Revue Internationale des Sciences de Gestion « Volume 9 : Numéro 3 » pp : 325 - 339

Résumé

Cette étude examine les pratiques de gestion des bénéfices (earnings management) autour des introductions en bourse (IPO) et leur incidence sur la performance financière d'un échantillon de six entreprises marocaines cotées à la Bourse de Casablanca entre 2014 et 2023. En mobilisant une approche d'étude d'événements complétée par une analyse longitudinale des ratios financiers, nous testons trois hypothèses portant sur : (H1) l'existence de gestion des bénéfices pré-IPO, (H2) la sous-performance post-IPO, et (H3) l'hétérogénéité sectorielle de la performance. Nos résultats révèlent une forte volatilité de la marge nette — 30,69 % en pré-IPO, 8,65 % l'année de l'introduction, 20,70 % en post-IPO — compatible avec des comportements d'embellissement comptable, particulièrement dans le secteur immobilier. Contrairement à la littérature internationale, le ROE moyen progresse de 11,80 % à 13,23 % en post-IPO, ce qui s'explique par les spécificités institutionnelles du marché marocain. L'analyse sectorielle révèle une forte hétérogénéité : le secteur des matériaux de construction affiche le ROE post-IPO le plus élevé (26,63 %), tandis que la santé enregistre la plus forte croissance du chiffre d'affaires (69,60 %). Ces résultats ouvrent des perspectives pour le renforcement de la supervision comptable de l'AMMC et pour les décisions des investisseurs sur un marché émergent encore peu documenté.

Mots-clés : IPO · Gestion des bénéfices · Étude d'événements · Accruals discrétionnaires · Performance financière · Bourse de Casablanca · Marchés émergents

Abstract

This study examines earnings management practices around Initial Public Offerings (IPOs) and their impact on the financial performance of a sample of six Moroccan companies listed on the Casablanca Stock Exchange between 2014 and 2023. Using an event study approach supplemented by a longitudinal financial ratio analysis, we test three hypotheses concerning: (H1) the existence of pre-IPO earnings management, (H2) post-IPO underperformance, and (H3) sectoral heterogeneity of performance. Our results reveal high net margin volatility — 30.69% pre-IPO, 8.65% in the IPO year, 20.70% post-IPO — consistent with accounting window-dressing behavior, particularly in the real estate sector. Contrary to the international literature, the average ROE improves from 11.80% to 13.23% post-IPO, which is explained by the institutional specificities of the Moroccan market. Sectoral analysis reveals strong heterogeneity: the construction materials sector shows the highest post-IPO ROE (26.63%), while healthcare records the strongest revenue growth (69.60%). These findings offer implications for strengthening AMMC accounting supervision and for investor decision-making in a still under-researched emerging market.

Keywords: IPO · Earnings management · Event study · Discretionary accruals · Financial performance · Casablanca Stock Exchange · Emerging markets

1. Introduction

Les introductions en bourse (IPO) représentent des jalons déterminants dans la trajectoire des entreprises. En ouvrant l'accès aux marchés financiers, elles permettent de lever des capitaux importants pour financer la croissance, d'accroître la visibilité et la crédibilité auprès des parties prenantes (Ritter & Welch, 2002). Toutefois, ces opérations s'accompagnent de défis spécifiques : pressions sur les performances à court terme, exigences renforcées de gouvernance et de transparence, risque de manipulations comptables préalables à la cotation.

La littérature académique internationale documente de manière robuste plusieurs anomalies associées aux IPO : la sous-évaluation initiale (Loughran & Ritter, 2004), la sous-performance à long terme (Ritter, 1991), et la gestion des bénéfices pré-IPO par le biais des accruals discrétionnaires (Teoh, Welch & Wong, 1998 ; DuCharme, Malatesta & Sefcik, 2004). Ces comportements opportunistes sont d'autant plus préoccupants dans les marchés émergents, où les mécanismes de contrôle externe et la qualité de l'audit demeurent moins développés (Chahine, 2008).

Dans le contexte marocain, la Bourse de Casablanca (BVC), avec une capitalisation boursière représentant environ 60 % du PIB et un nombre restreint de sociétés cotées (environ 75), constitue un terrain d'observation privilégié, encore insuffisamment exploré par la recherche empirique. À la différence des grandes places financières, chaque nouvelle introduction revêt un caractère significatif pour le marché (Benjelloun & Squalli, 2015). Les IPO récentes (2014–2023) offrent l'opportunité d'analyser conjointement la performance et les pratiques comptables dans un environnement institutionnel spécifique.

Cette recherche se propose de répondre à la question centrale suivante : *Dans quelle mesure les introductions en bourse à la Bourse de Casablanca s'accompagnent-elles de pratiques de gestion des bénéfices, et quel est l'impact de ces introductions sur la performance financière des entreprises concernées ?*

Pour y répondre, trois objectifs spécifiques sont poursuivis : (1) détecter les indices de gestion des bénéfices pré-IPO à travers l'évolution des indicateurs comptables ; (2) mesurer l'impact des IPO sur la rentabilité et la croissance en comparaison avec la période précédant la cotation ; (3) identifier les disparités sectorielles en matière de performance post-IPO.

L'article est structuré comme suit : la section 2 présente le cadre théorique et les hypothèses de recherche ; la section 3 décrit la méthodologie ; la section 4 expose les résultats empiriques ; la section 5 les discute ; la section 6 conclut.

2. Cadre théorique et hypothèses de recherche

2.1 Théories des IPO

Plusieurs théories éclairent les motivations des entreprises à s'introduire en bourse et les comportements associés. La théorie du financement hiérarchique (Myers & Majluf, 1984) postule que l'émission d'actions n'intervient qu'en dernier recours, lorsque la dette et l'autofinancement sont insuffisants. La théorie du market timing (Baker & Wurgler, 2002) suggère que les dirigeants synchronisent l'introduction avec les conditions favorables du marché, en exploitant des fenêtres de surévaluation. La théorie de l'agence (Jensen & Meckling, 1976) met en évidence les conflits d'intérêts susceptibles d'émerger entre actionnaires majoritaires et minoritaires lors de la dispersion du capital consécutive à la cotation.

La théorie du signal (Spence, 1973), appliquée aux IPO, souligne que les entreprises de qualité cherchent à envoyer des signaux crédibles aux investisseurs afin de réduire l'asymétrie informationnelle. Paradoxalement, la gestion des bénéfices constitue un signal trompeur qui peut perturber l'efficacité de la formation des prix.

2.2 Gestion des bénéfices autour des IPO

La gestion des bénéfices (earnings management) désigne les actions délibérées des dirigeants sur les choix comptables afin d'influencer les résultats publiés dans un sens souhaité (Healy & Wahlen, 1999). Dans le contexte des IPO, les dirigeants disposent d'une incitation forte à embellir les états financiers pour maximiser le prix d'émission.

Teoh, Welch & Wong (1998) montrent que les entreprises américaines présentent des accruals discrétionnaires anormalement élevés dans l'année précédant leur introduction, suivis d'une réversion significative. DuCharme et al. (2004) confirment l'association entre l'intensité de la gestion des bénéfices pré-IPO et la sous-performance post-IPO. Dans les marchés émergents, cette tendance est amplifiée par la faiblesse des mécanismes de contrôle (Chahine, 2008). Dans le contexte marocain, les sociétés immobilières jouissent d'une flexibilité comptable particulière (méthodes de comptabilisation des stocks fonciers, reconnaissance du chiffre d'affaires à l'avancement vs à l'achèvement) qui peut faciliter ces pratiques.

2.3 Anomalies post-IPO

La sous-performance à long terme des sociétés cotées constitue l'une des énigmes les plus documentées de la finance. Ritter (1991) met en évidence une sous-performance de 29 % sur 3 ans aux États-Unis. Loughran & Ritter (1995) étendent ce résultat sur des horizons de 5 ans. Ces résultats sont expliqués par : (i) l'optimisme excessif des investisseurs lors de la cotation ; (ii) les manipulations

des bénéfices pré-IPO qui créent des attentes irréalistes ; (iii) la détérioration de la gouvernance post-cotation. Dans les marchés émergents, la concentration de la propriété après la cotation peut atténuer certains problèmes d'agence mais exacerbe les conflits entre actionnaires majoritaires et minoritaires (La Porta et al., 1999).

2.4 Hypothèses de recherche

Sur la base de cette revue de la littérature, trois hypothèses sont formulées :

N°	Hypothèse
H1	Gestion des bénéfices pré-IPO : Les entreprises marocaines cotées à la BVC présentent des indices de gestion des bénéfices dans la période précédant l'IPO, se manifestant par une volatilité anormale de la marge nette et une déconnexion entre l'évolution du résultat net et celle du chiffre d'affaires.
H2	Performance post-IPO : L'IPO génère une amélioration significative de la performance financière (ROE, ROA, croissance du CA) en période post-introduction par rapport à la période pré-IPO, contrairement à la littérature internationale sur les marchés développés.
H3	Hétérogénéité sectorielle : L'impact des IPO sur la performance financière diffère significativement selon le secteur d'activité, en raison des spécificités structurelles propres à chaque industrie.

Source : Auteurs, sur la base de la revue de la littérature.

3. Méthodologie de recherche

3.1 Constitution de l'échantillon

L'échantillon est composé de six entreprises non financières introduites à la Bourse de Casablanca entre 2014 et 2023, sélectionnées selon les critères suivants : (i) disponibilité des données comptables sur au moins trois exercices pré-IPO ; (ii) disponibilité d'au moins un exercice complet post-IPO ; (iii) absence d'événements confondants majeurs (fusions, acquisitions, restructurations) dans une fenêtre de six mois autour de l'introduction ; (iv) activité principale identifiable pour le classement sectoriel.

Tableau 1 : Composition de l'échantillon

Entreprise	Secteur	Année IPO	Obs. pré-IPO	Obs. post-IPO	Total
Résidences Dar Saada	Immobilier	2014	3	4	7
Aradei Capital	Immobilier	2020	3	3	6
TGCC S.A.	Matériaux de construction	2021	3	3	6
Akdital	Santé	2022	3	2	5
Disty Technologies	Technologies	2022	3	2	5
CMGP Group	Services diversifiés	2023	3	1	4
Total	—	—	18	15	33*

* Hors 6 observations de l'année d'IPO, soit 39 observations au total (16 pré-IPO + 6 IPO + 17 post-IPO).

Source : Auteurs

3.2 Sources de données

Les données financières proviennent des rapports annuels des entreprises, des bulletins de cotation de la Bourse de Casablanca, de la base de données Bloomberg pour les cours boursiers, et du portail de l'Autorité Marocaine du Marché des Capitaux (AMMC). Pour chaque firme, les états financiers (bilan, compte de résultat, tableau de flux de trésorerie) ont été collectés sur trois ans avant l'IPO et jusqu'à quatre ans après, selon la disponibilité.

3.3 Approche méthodologique

3.3.1 Cadre de l'étude d'événements

Conformément à la méthodologie de Fama, Fisher, Jensen & Roll (1969), une étude d'événements est conduite en définissant l'introduction en bourse comme événement central ($t = 0$). La fenêtre d'estimation couvre les trois exercices précédant l'IPO [$t-3$; $t-1$], et la fenêtre d'événement s'étend de $t-1$ à $t+3$ pour capturer les effets à court et moyen termes. L'analyse porte sur les rendements comptables (ROE, ROA) plutôt que sur des rendements boursiers quotidiens, en raison de la faible liquidité de certains titres sur la BVC et de l'indisponibilité d'un indice sectoriel de référence robuste pour toutes les entreprises de l'échantillon. Cette approche comptable de l'étude d'événements est cohérente avec les travaux de Healy & Wahlen (1999) et DuCharme et al. (2004).

L'analyse porte sur trois périodes distinctes : (i) la période pré-IPO [$t-3$; $t-1$] qui sert de référence ; (ii) l'année de l'IPO ($t = 0$) ; (iii) la période post-IPO [$t+1$; $t+n$].

3.3.2 Détection des indices de gestion des bénéfices

La mesure rigoureuse de la gestion des bénéfices requiert le calcul des accruals discrétionnaires selon le Modèle de Jones Modifié (Dechow, Sloan & Sweeney, 1995). L'application complète de ce modèle sur notre échantillon se heurte à la disponibilité limitée de données de panel suffisantes pour l'estimation des paramètres sectoriels. Aussi, conformément aux limites reconnues des études exploratoires sur des marchés émergents de petite taille (Chahine, 2008), nous adoptons une approche indiciaire : nous traquons les anomalies dans l'évolution de la marge nette et dans le ratio résultat net / chiffre d'affaires, dont les déviations par rapport à la tendance sectorielle constituent des indicateurs de premier niveau de gestion des bénéfices. Cette approche, cohérente avec la pratique de la littérature sur les marchés émergents à données limitées (Ritter, 1991), sera complétée dans des travaux ultérieurs par l'application du Modèle de Jones Modifié sur un panel élargi.

3.3.3 Indicateurs de performance financière

Les métriques retenues couvrent quatre dimensions :

Tableau 2 : Métriques et formules de calcul

Dimension	Indicateur	Formule
Rentabilité	Return on Equity (ROE)	Résultat Net / Capitaux Propres $\times 100$
Rentabilité	Return on Assets (ROA)	Résultat Net / Total Actif $\times 100$
Rentabilité	Marge Nette	Résultat Net / Chiffre d'Affaires $\times 100$
Croissance	Croissance du CA	$(CA_t - CA_{t-1}) / CA_{t-1} \times 100$
Structure financière	Ratio d'Endettement	Total Dettes / Capitaux Propres $\times 100$
Structure financière	Ratio de Liquidité	Actif Circulant / Passif Circulant
Opérationnel	Rotation des Actifs	Chiffre d'Affaires / Total Actif
Opérationnel	Ratio Cash/CA	Trésorerie / Chiffre d'Affaires $\times 100$

Source : Auteurs, d'après la littérature standard.

3.4 Méthode d'analyse

La démarche analytique combine : (i) une analyse longitudinale comparative des indicateurs entre les trois périodes ; (ii) une analyse sectorielle pour tester H3 ; (iii) une analyse de cas individuels pour identifier les comportements déviants. Les résultats sont présentés sous forme de statistiques descriptives complètes accompagnées d'une interprétation économique rigoureuse. L'absence de tests d'inférence statistique formels — due à la taille restreinte de l'échantillon ($n = 6$) — est reconnue comme une limite explicite de cette étude à vocation exploratoire.

4. Résultats empiriques

4.1 Statistiques descriptives

Le tableau 3 présente les statistiques descriptives de l'échantillon par période. L'échantillon total couvre 39 observations entreprises-années (16 pré-IPO, 6 IPO, 17 post-IPO).

Tableau 3 : Statistiques descriptives par période

Indicateur	Pré-IPO	Année IPO	Post-IPO	Δ (IPO vs Pré)	Δ (Post vs Pré)
Nb observations	16	6	17	—	—
ROE moyen (%)	11,80	9,49	13,23	-19,6 %	+12,1 %
ROA moyen (%)	4,20	3,14	4,57	-25,2 %	+8,8 %
Marge Nette (%)	30,69	8,65	20,70	-71,8 %	-32,5 %
CA moyen (M MAD)	1 099,7	1 695,3	2 624,8	+54,2 %	+138,7 %
RN moyen (M MAD)	156,0	155,2	282,2	-0,5 %	+81,8 %

Note : Δ (IPO vs Pré) = variation de la période IPO par rapport à la période pré-IPO. Δ (Post vs Pré) = variation post-IPO par rapport à pré-IPO.

Source : Auteurs sur la base des rapports annuels et données AMMC.

L'analyse de ces statistiques appelle plusieurs observations en lien avec les hypothèses formulées. Le ROE présente un profil en « U » : diminution l'année de l'introduction (9,49 %), puis rebond post-IPO (13,23 %), supérieur au niveau pré-IPO (11,80 %). Ce schéma est cohérent avec l'hypothèse H2 d'une amélioration post-IPO, mais contredit la sous-performance prédite par la littérature internationale. La marge nette, quant à elle, présente une volatilité particulièrement marquée (30,69 % $\rightarrow$ 8,65 % $\rightarrow$ 20,70 %), compatible avec des comportements d'embellissement comptable pré-IPO (H1), suivis d'une normalisation. Le CA progresse de manière continue (+138,7 % entre pré-IPO et post-IPO), indiquant l'utilisation effective des capitaux levés pour financer la croissance.

4.2 Indices de gestion des bénéfices (H1)

Conformément à l'hypothèse H1, nous examinons la déconnexion entre l'évolution du résultat net et celle du chiffre d'affaires, ainsi que les niveaux anormaux de marge nette. La marge nette pré-IPO de 30,69 % est tirée principalement par les deux sociétés immobilières : Résidences Dar Saada (28,29 % en moyenne sur la période pré-IPO) et surtout Aradei Capital (marges de 141 % à 159 % sur 2017–2019). Ces niveaux sont économiquement incompatibles avec l'activité opérationnelle de promotion immobilière, et suggèrent une gestion des bénéfices par optimisation des méthodes de reconnaissance du chiffre d'affaires et de valorisation des stocks fonciers.

En revanche, TGCC S.A. et Akdital présentent des marges stables et cohérentes sur l'ensemble de la période (6–9 % pour TGCC, progression linéaire de 2,08 % à 11,78 % pour Akdital), sans anomalie pré-IPO détectable par notre méthode. Cette hétérogénéité au sein de l'échantillon est en elle-même informative : elle indique que la gestion des bénéfices n'est pas systématique mais sectorielle et entreprise-spécifique, conformément aux travaux de DuCharme et al. (2004).

Pour Aradei Capital, la séquence de la marge nette est particulièrement révélatrice : 159,19 % (2017), 141,26 % (2018), 74,31 % (2019), puis effondrement à 6,49 % l'année de l'IPO (2020), et stabilisation entre 46 % et 82 % en post-IPO. Cette trajectoire est difficilement explicable par des fluctuations opérationnelles normales et constitue un signal fort de gestion des résultats pré-IPO. Ces observations soutiennent H1 pour les sociétés immobilières, tout en soulignant les limites d'une généralisation à l'ensemble de l'échantillon.

4.3 Performance post-IPO (H2)

L'évolution du ROE moyen (11,80 % → 9,49 % → 13,23 %) et du ROA moyen (4,20 % → 3,14 % → 4,57 %) valide partiellement H2 : la performance post-IPO est supérieure à la performance pré-IPO. Cette amélioration est contraire aux résultats de Ritter (1991) et Loughran & Ritter (1995) sur les marchés développés, mais cohérente avec les spécificités du marché marocain : entreprises déjà matures et rentables avant l'introduction, concentration de la propriété maintenue après la cotation, pression spéculative plus faible et environnement réglementaire différent.

Il convient toutefois de nuancer ce résultat. Sur 17 observations post-IPO, 12 (70,6 %) présentent un ROE supérieur à leur moyenne pré-IPO individuelle, tandis que 5 (29,4 %) se détériorent. Cette disparité indique que la réussite post-IPO est conditionnée à des facteurs idiosyncratiques (qualité de la gouvernance, utilisation des fonds, contexte sectoriel) et que la hausse du ROE moyen ne doit pas masquer une hétérogénéité réelle. En outre, l'horizon post-IPO reste court pour plusieurs firmes (1–2 exercices), ce qui limite les conclusions sur la performance de long terme.

4.4 Analyse sectorielle (H3)

Le tableau 4 résume les performances post-IPO par secteur et permet de tester H3.

Tableau 4 : Performance post-IPO par secteur d'activité

Secteur	ROE Moyen (%)	Croiss. CA (%)	Marge Nette (%)	Nb Obs.
Matériaux de construction	26,63 ♦	21,93	5,57	3
Santé	13,53	69,60 ♦	11,07	2
Technologies	11,00	5,11	3,50	2
Immobilier	8,23	15,92	39,35 ♦	6
Services diversifiés	6,93	12,19	7,84	1
Moyenne échantillon	13,23	27,40	20,70	14

♦ = meilleure performance par indicateur.

Source : Auteurs.

Les résultats confirment H3 : la performance post-IPO est fortement hétérogène selon le secteur. Le secteur des matériaux de construction (TGCC S.A.) affiche le ROE le plus élevé (26,63 %), bénéficiant de la dynamique des investissements publics en infrastructure au Maroc (Plan d'Accélération Industrielle, logements sociaux). La santé (Akditel) enregistre la plus forte croissance du CA (69,60 %), portée par la couverture médicale universelle et la demande croissante en offre hospitalière privée. L'immobilier combine paradoxalement les marges nettes les plus élevées (39,35 %) et le ROE le plus faible (8,23 %), en raison de la forte intensité capitalistique et des cycles longs du secteur. Ces disparités sont économiquement justifiées et soulignent l'importance de l'analyse sectorielle dans l'évaluation des IPO.

4.5 Trajectoires individuelles

L'analyse des cas individuels complète la vision agrégée. Quatre profils-types se dégagent :

(i) Profil de normalisation post-embellissement (Résidences Dar Saada) : ROE de 15,25 % en $t-1$, déclin à 11,85 % en $t=0$, puis fluctuation entre 8 % et 12 % en post-IPO. Ce schéma est compatible avec une gestion des bénéfices pré-IPO suivie d'une restitution progressive.

(ii) Profil de redressement post-introduction (Aradei Capital) : Effondrement du ROE à 0,44 % l'année d'IPO (2020), puis rebond progressif à 8,16 % les années suivantes. Ce profil reflète les coûts transitoires de l'introduction et la perturbation liée à la pandémie COVID-19.

(iii) Profil de forte création de valeur (TGCC S.A.) : Après une baisse à 5,00 % en 2020 (impact COVID), le ROE s'envole à 28,77 % dès l'année d'IPO (2021) et se maintient au-dessus de 24 %, illustrant une utilisation très efficace des capitaux levés.

(iv) Profil de croissance organique continue (Akdtal) : ROE en progression linéaire de 10,51 % (2019) à 13,87 % (2023), sans rupture notable liée à l'IPO, signalant une amélioration fondamentale et non comptable.

5. Discussion

5.1 Confrontation aux résultats de la littérature

Nos résultats s'inscrivent en tension partielle avec la littérature internationale. Concernant H1, les indices de gestion des bénéfices identifiés — essentiellement dans le secteur immobilier — sont cohérents avec les travaux fondateurs de Teoh et al. (1998) et DuCharme et al. (2004). L'absence d'anomalie détectable pour TGCC et Akdtal rappelle les nuances apportées par Armstrong et al. (2009), qui montrent que l'intensité de la gestion des résultats varie selon la qualité du gouvernement d'entreprise et le contexte réglementaire.

Concernant H2, l'amélioration post-IPO observée contredit la sous-performance documentée sur les marchés développés (Ritter, 1991 ; Loughran & Ritter, 1995). Cette divergence s'explique par plusieurs facteurs propres au marché marocain : (i) les entreprises introduites sont des sociétés matures, déjà rentables, et non des start-ups technologiques non profitables comme dans le cas américain ; (ii) la concentration de la propriété maintenue après la cotation réduit les problèmes d'agence et limite le comportement court-termiste des dirigeants ; (iii) la pression des analystes financiers et des acteurs spéculatifs y est moindre. Ces résultats rejoignent Chahine (2008) sur les marchés MENA, qui observe des comportements IPO distincts des marchés développés.

Concernant H3, l'hétérogénéité sectorielle confirmée est cohérente avec La Porta et al. (1999) sur les effets des structures institutionnelles sectorielles sur la performance post-introduction. Elle souligne que l'évaluation des IPO ne peut se faire de manière uniforme et doit intégrer l'analyse des fondamentaux sectoriels.

5.2 Implications théoriques

Sur le plan théorique, cette étude apporte plusieurs contributions à la littérature sur les IPO dans les marchés émergents. Elle montre que les théories classiques (sous-performance de Ritter, gestion des bénéfices de Teoh et al.) ne se transposent pas mécaniquement à un marché émergent de taille modeste comme la BVC. Elle souligne la nécessité de contextualiser les modèles théoriques en tenant compte des spécificités institutionnelles : structure de propriété, qualité de l'audit, niveau de développement du marché. Elle confirme que l'hétérogénéité sectorielle constitue une dimension analytique incontournable dans l'étude des IPO dans les marchés émergents africains.

5.3 Implications managériales et réglementaires

Pour les dirigeants d'entreprises : les résultats indiquent que l'IPO est un catalyseur de croissance à condition d'être bien préparée. Les entreprises ayant une approche comptable conservatrice (TGCC, Akdital) affichent de meilleures performances post-IPO que celles ayant eu recours à des pratiques d'embellissement (Aradei Capital). La transparence comptable est donc un facteur de valeur à long terme, et non un désavantage compétitif à court terme.

Pour les investisseurs : l'analyse des marges nettes pré-IPO et de leur volatilité constitue un signal d'alerte à intégrer dans la due diligence. Les secteurs à forte flexibilité comptable (immobilier, promotion foncière) méritent une attention accrue. La diversification sectorielle est recommandée compte tenu de l'hétérogénéité des performances documentée.

Pour les régulateurs (AMMC) : nos résultats plaident pour un renforcement des exigences d'audit sur les trois exercices pré-IPO, avec un focus sur les accruals discrétionnaires et les choix de méthodes comptables critiques. L'extension de l'historique financier obligatoire à cinq ans (contre trois actuellement) améliorerait la visibilité des investisseurs sur les tendances de fond.

Conclusion

Cette étude exploratoire examine les pratiques de gestion des bénéfices et la performance financière autour des introductions en bourse à la Bourse de Casablanca, sur un échantillon de six entreprises cotées entre 2014 et 2023. Trois hypothèses structurent l'analyse : existence de gestion des bénéfices pré-IPO (H1), amélioration de la performance post-IPO (H2), et hétérogénéité sectorielle (H3).

Les résultats révèlent des indices compatibles avec H1 : la forte volatilité de la marge nette (30,69 % → 8,65 % → 20,70 %) et les niveaux anormaux observés dans le secteur immobilier suggèrent des pratiques d'embellissement comptable pré-IPO, sans toutefois être confirmés par le calcul formel des accruals discrétionnaires. H2 est partiellement validée : le ROE moyen progresse de 11,80 % à 13,23 % et le CA moyen double entre la période pré-IPO et post-IPO, contrairement aux résultats de sous-performance documentés sur les marchés développés. H3 est confirmée : les disparités sectorielles sont marquées (ROE post-IPO : 26,63 % pour les matériaux de construction vs 6,93 % pour les services diversifiés).

Cette recherche contribue à la littérature empirique sur les IPO dans les marchés émergents africains en documentant une réalité marocaine distincte des marchés développés et en soulignant l'importance de l'analyse sectorielle et de la qualité de la gouvernance comptable dans l'évaluation des introductions en bourse.

Plusieurs limites méritent d'être rappelées : la taille restreinte de l'échantillon ($n = 6$) ne permet pas de tests d'inférence statistique ; l'horizon post-IPO reste court pour les introductions récentes ; l'absence d'un groupe de contrôle d'entreprises non cotées ne permet pas d'isoler l'effet causal de l'IPO ; et la mesure indirecte de la gestion des bénéfices ne se substitue pas au calcul des accruals discrétionnaires par le Modèle de Jones Modifié.

Ces limites ouvrent des perspectives de recherche : l'élargissement de l'échantillon aux IPO marocaines depuis 1993 permettrait l'application rigoureuse du Modèle de Jones Modifié ; une comparaison avec d'autres marchés de la région MENA enrichirait la perspective comparative ; et l'intégration d'une analyse qualitative (entretiens avec dirigeants, études de cas) approfondirait la compréhension des mécanismes causaux.

Références bibliographiques

- Armstrong, C. S., Foster, G., & Taylor, D. J. (2009). Earnings management around initial public offerings: A re-examination. Working Paper, Stanford University.
- Asquith, P., & Mullins, D. W. (1986). Equity issues and offering dilution. *Journal of Financial Economics*, 15(1-2), 61-89.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *Journal of Finance*, 57(1), 1-32.
- Benjelloun, H., & Squalli, J. (2015). Corporate governance and firm performance in Morocco. *African Journal of Economic and Management Studies*, 6(4), 440-458.
- Chahine, S. (2008). Underpricing versus gross spread: New evidence on the effect of sold shares at the time of IPOs. *Journal of Multinational Financial Management*, 18(2), 180-196.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70(2), 193-228.
- DuCharme, L. L., Malatesta, P. H., & Sefcik, S. E. (2004). Earnings management, stock issues, and shareholder lawsuits. *Journal of Financial Economics*, 71(1), 27-49.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C., & Roll, R. (1969). The adjustment of stock prices to new information. *International Economic Review*, 10(1), 1-21.
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365-383.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193-228.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54(2), 471-517.
- Loughran, T., & Ritter, J. R. (1995). The new issues puzzle. *Journal of Finance*, 50(1), 23-51.
- Loughran, T., & Ritter, J. R. (2004). Why has IPO underpricing changed over time? *Financial Management*, 33(3), 5-37.

- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Ritter, J. R. (1991). The long-run performance of initial public offerings. *Journal of Finance*, 46(1), 3-27.
- Ritter, J. R., & Welch, I. (2002). A review of IPO activity, pricing, and allocations. *Journal of Finance*, 57(4), 1795-1828.
- Rock, K. (1986). Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics*, 15(1-2), 187-212.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374.
- Teoh, S. H., Welch, I., & Wong, T. J. (1998). Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings. *Journal of Finance*, 53(6), 1935-1974.