

2m11.3573.4

**HEC MONTREAL**  
**Affiliée à l'université de Montréal**

**La Privatisation au Maroc : ses débuts, son évolution, ses impacts**

par

Zineb Drissi Kaitouni

Sciences de la gestion  
(Finance)

*Mémoire présenté en vue de l'obtention  
du grade de maîtrise es sciences  
(M. Sc.)*



Decembre 2007  
© Zineb Drissi Kaitouni, 2007

No: 195  
2007

## DÉCLARATION DE L'ÉTUDIANTE, DE L'ÉTUDIANT ÉTHIQUE EN RECHERCHE AUPRÈS DES ÊTRES HUMAINS

### Recherche sans collecte directe d'informations

Cette recherche n'impliquait pas une collecte directe d'informations auprès de personnes (exemples : entrevues, questionnaires, appels téléphoniques, groupes de discussion, tests, observations participantes, communications écrites ou électroniques, etc.)

Cette recherche n'impliquait pas une consultation de documents, de dossiers ou de banques de données existants qui ne font pas partie du domaine public et qui contiennent des informations sur des personnes.

Titre de la  
recherche :

La Privatisation au Maroc : ses débuts, son évolution, ses impacts

Nom de l'étudiant : Zineb Drissi Kaitouni

Signature :

*Zineb Drissi Kaitouni*

Date :

Le 17 Décembre 2007

## Remerciements

Je souhaiterais prendre quelques lignes pour remercier les personnes qui ont contribué à l'aboutissement de ce mémoire. Je remercie en tout premier lieu Madame Narjess Boubakri, ma directrice du projet de mémoire, pour son soutien, sa patience, ses précieux conseils méthodologiques, sa disponibilité et son dévouement durant toute cette année.

Mes plus grands remerciements vont à mes parents qui m'ont soutenue durant toutes ces années et qui m'ont donné la force et le courage de poursuivre mon Master. Je remercie particulièrement ma mère qui m'a considérablement aidée pour l'obtention de toutes les informations pertinentes à ce mémoire, sans elle ce mémoire n'aurait pas pris forme.

Merci à mes frères qui m'ont prodigué des encouragements répétés durant des périodes difficiles. Merci pour avoir toujours cru en moi, je vous serai toujours reconnaissante !

Enfin, je remercie vivement mon mari pour son soutien, sa grande patience, sa compréhension, son encouragement et sa finesse intellectuelle qui m'ont stimulée tout le long de cette expérience.

Du fond du cœur, Merci à tous !

## Sommaire

Ce mémoire se penche sur la privatisation des entreprises étatiques marocaines depuis l'introduction de ce programme en 1989. Nous examinons en particulier: l'évolution temporelle du programme de privatisation, l'évolution des prix d'émission des offres publiques de vente des entreprises privatisées introduites en bourse (*Share issue privatization - SIP*) et la performance opérationnelle et financière de ces entreprises.

Dans un premier temps, nous expliquons les objectifs, le processus, le programme ainsi que l'environnement légal, réglementaire et institutionnel de la privatisation au Maroc. Dans un deuxième temps, nous abordons le contexte du programme de privatisation à savoir l'environnement politique, la situation économique et les difficultés sociales que le pays encourt.

L'étude examine 44 entreprises qui, durant la période de 1989 à 2005, ont été privatisées via différentes méthodes : méthode de vente directe (appel d'offre ou attribution directe), vente aux salariés, introduction boursière (SIP : share issue privatization), ou ce que nous appelons méthode mixte (appel d'offre suivi d'une attribution directe ou attribution directe suivi d'un appel d'offre). Parmi les 44 entreprises privatisées, 11 ont été introduites en bourse. A partir des données boursières du premier jour, de la première semaine et du premier mois suivant l'introduction en bourse de ces 11 entreprises, nous évaluons l'évolution du prix de leur titre afin de détecter une éventuelle sous-évaluation au moment de l'émission. Nous proposons une régression linéaire pour expliquer la sous-évaluation. Nous examinons aussi la performance financière et opérationnelle de 17 entreprises (parmi les 44) avant et après leur privatisation.

Notre étude démontre que le processus de privatisation au Maroc a des effets positifs au niveau macroéconomique et microéconomique. Au niveau macroéconomique l'impact de la privatisation s'est fait ressentir sur les finances publiques : les privatisations ont contribué au budget général de l'Etat ; au niveau microéconomique, dans l'ensemble, les entreprises cédées ont amélioré leur performance financière et opérationnelle. Nos résultats démontrent aussi que le gouvernement marocain est prêt à privatiser tout en sous-évaluant les offres.

# Table des Matières

<i>Remerciements</i> .....	<i>i</i>
<i>Sommaire</i> .....	<i>ii</i>
<i>Table des Matières</i> .....	<i>iii</i>
<i>Liste des tableaux et des graphiques</i> .....	<i>v</i>
<i>Introduction générale</i> .....	<i>1</i>
<b>1. Le programme de Privatisation au Maroc</b> .....	<b>3</b>
<b>1.1. Mise en contexte</b> .....	<b>3</b>
1.1.1. Objectifs.....	5
1.1.2. Organes intervenant dans le processus.....	6
1.1.3. Lois et décrets .....	7
1.1.4. Les procédures .....	8
1.1.5. Trois vagues du programme de privatisations .....	9
<b>1.2. Le Contexte du programme de privatisation</b> .....	<b>9</b>
1.2.1. L'environnement politique .....	9
1.2.2. Le contexte économique et social .....	10
<b>1.3. Le Bilan de la privatisation 1993-2005</b> .....	<b>12</b>
<b>2. Revue de littérature</b> .....	<b>18</b>
<b>2.1. Etude sur les programmes de Privatisation dans le monde</b> .....	<b>18</b>
<b>2.2. Introduction à la sous évaluation initiale : SEI</b> .....	<b>24</b>
<b>2.3. Performance opérationnelle et financière des entreprises privatisées</b> .....	<b>30</b>
<b>3. Données et Méthodologie</b> .....	<b>34</b>
<b>3.1. Les données des entreprises privatisées</b> .....	<b>34</b>
<b>3.2. La Méthodologie d'analyse</b> .....	<b>35</b>
<b>4. Analyse des résultats</b> .....	<b>41</b>
<b>4.1. Introduction</b> .....	<b>41</b>
<b>4.2. Analyse de l'évolution temporelle du programme de privatisation</b> .....	<b>41</b>
<b>4.3. Analyse des résultats des sous-évaluations initiales</b> .....	<b>46</b>
4.3.1. Equation expliquant la SEIJ (sous-évaluation initiale un jour suivant la cotation).....	46
4.3.2. Equation expliquant la SEIS (sous-évaluation initiale une semaine suivant la cotation).....	55
4.3.3. Equation expliquant la SEIM (sous-évaluation initiale un mois suivant la cotation) .....	56
<b>4.4. Analyse des résultats de la performance financière et opérationnelle des entreprises privatisées</b> .....	<b>56</b>
4.4.1. La rentabilité .....	57
4.4.2. Le levier financier .....	58
4.4.3. La production.....	58
<b>5. Conclusion</b> .....	<b>60</b>

<b>Références Bibliographiques .....</b>	<b>63</b>
<b>Annexes.....</b>	<b>67</b>
<b>Annexe 1: Table récapitulative de toutes les régressions .....</b>	<b>68</b>
<b>Annexe 2: Table de corrélation de l'ensemble des variables utilisées pour la SEIJ, SEIS, SEIM.....</b>	<b>69</b>
<b>Annexe 3: Sociétés transférées au 30 septembre 2005.....</b>	<b>70</b>

## Liste des tableaux et des graphiques

Tableau 1	<b>Ventilation des recettes par nationalité des investisseurs, (a fin Septembre 2005).....</b>	<b>15</b>
Tableau 2	<b>Taux de souscription des titres des sociétés privatisées par voie de bourse.....</b>	<b>17</b>
Tableau 3	<b>Sommaire des hypothèses à tester.....</b>	<b>40</b>
Tableau 4	<b>Régression de base SEIJ.....</b>	<b>51</b>
Tableau 5	<b>Régression SEIJ-2.....</b>	<b>52</b>
Tableau 6	<b>Régression SEIJ-4.....</b>	<b>54</b>
Tableau 7	<b>Les changements dans la performance financière et opérationnelle des entreprises privatisées.....</b>	<b>59</b>
Graphique 1	<b>Analytical Framework.....</b>	<b>11</b>
Graphique 2	<b>Revenus annuels de la privatisation au niveau mondial, 1988-99.....</b>	<b>21</b>
Graphique 3	<b>Méthode de privatisation.....</b>	<b>42</b>
Graphique 4	<b>Répartition des opérations de privatisations en fonction de la part du capital cédé.....</b>	<b>43</b>
Graphique 5	<b>Données par industries.....</b>	<b>44</b>
Graphique 6	<b>Pourcentage vendu par industrie.....</b>	<b>45</b>
Graphique 7	<b>Répartition des recettes et du nombre d'opérations de privatisation par année.....</b>	<b>46</b>

## Introduction générale

La privatisation d'entreprises étatiques a été la principale cause de restructuration économique pour un certain nombre de pays dans le monde. Nous avons en effet remarqué ces dernières années, partout dans le monde, une réorientation des pays vers une économie capitaliste plutôt que socialiste. La privatisation du secteur public qui affecte tous les secteurs industriels (transports, télécommunications, institutions financières, etc.) a pour but de mettre à niveau la santé financière de ces entreprises ainsi que de participer à l'évolution économique du pays. Plusieurs recherches ont mesuré l'impact de la privatisation au niveau économique, social et politique afin d'expliquer les changements qui ont lieu. Certaines ont examiné les facteurs qui ont encouragé des programmes de privatisations dans plusieurs pays. La majorité des recherches ont démontré que la privatisation a un effet positif d'un point de vue général que ce soit pour les pays développés ou en voie de développement. Cependant, les résultats varient d'un pays à l'autre. Notre étude va se concentrer sur l'analyse de la privatisation au Maroc.

Cette étude contribuera à mesurer l'impact du programme de privatisation au Maroc ; elle sera bénéfique pour de nombreux organismes marocains puisqu'elle permettra de mieux cerner le processus de privatisation. Notre étude est large dans la mesure où elle traite ce sujet à travers trois analyses. La première est une analyse d'évolution temporelle du programme de privatisation ; la deuxième porte sur la sous-évaluation initiale (SEI) des entreprises ; nous utiliserons la méthode standard (utilisée dans plusieurs études (ex : Jones et al., 1999) pour mesurer la SEI. Les déterminants que nous considérons pour expliquer la sous-évaluation sont choisis en fonction des données qui nous ont été fournies. Nous utiliserons des déterminants déjà rencontrés dans la littérature. Pour cette analyse, le manque de données disponibles au Maroc nous limite dans le choix de ratios à analyser. Enfin, la troisième analyse, qui est la même approche utilisée par Boubakri et Cosset (1998), examine plus particulièrement la performance financière et opérationnelle des entreprises.

La suite du mémoire est constituée de cinq sections majeures. Nous commençons par définir le programme de la privatisation au Maroc à savoir : le processus de la privatisation, le programme de privatisation, l'environnement et le contexte de privatisation. Ensuite nous présentons une revue de littérature qui traite du phénomène de la privatisation, des sous-évaluations des entreprises privatisées et de la performance financière et opérationnelle post-privatisation. Puis nous décrivons les données utilisées dans les analyses ; enfin nous présentons et analysons les résultats obtenus. Nous concluons ce mémoire à la section 5.

# 1. Le programme de Privatisation au Maroc

## 1.1. Mise en contexte

La privatisation est la cession par l'État de la totalité ou d'une partie de ses parts dans une société au secteur privé. Si la privatisation est partielle, l'entreprise en question peut rester sous le contrôle de l'État si celui-ci continue de détenir plus de la moitié du capital. Notons que la première privatisation du vingtième siècle s'est déroulée en Allemagne avec la privatisation de Volkswagen, le fabricant d'automobiles allemand. Ce n'est qu'au début des années 80 que les programmes de privatisations ont été initiés par les pays développés, plus particulièrement par la Grande Bretagne sous le gouvernement de Madame Thatcher. Cependant les privatisations récentes se sont déroulées dans les pays émergents; les régions les plus touchées par ce phénomène sont l'Afrique du Nord et Sub-Saharienne, l'Europe de l'Est et le Sud-Est Asiatique. L'une des raisons principales des programmes de privatisations dans ces régions ci est la réforme de l'économie du pays : le Maroc, un pays émergent, en est un exemple majeur. La privatisation au Maroc a considérablement contribué au développement du marché boursier. En effet depuis le début du programme en 1989 plusieurs entreprises étatiques ont été listées sur la bourse de Casablanca. Cet aspect nous a encouragés à étudier ce phénomène dans ce pays. Ainsi les gouvernements des pays de la région ont suivi le même processus. Le Maroc a donc contribué indirectement à la mise en place des processus de privatisations dans la région du maghreb. Il faut noter que les effets de la privatisation se sont fait ressentir à long terme.

Avant d'élaborer sur les objectifs de la privatisation, nous présentons les raisons qui expliquent l'existence des entreprises publiques au Maroc. Lors de la période coloniale, le secteur privé n'avait pas la possibilité de se développer ni de s'épanouir. L'emprise coloniale nuisait à ces entreprises et les empêcha de prospérer. Après l'indépendance en 1956, ces entreprises étaient incapables de prendre la relève et donc le gouvernement

s'est vu dans l'obligation de créer des entreprises publiques afin de constituer un environnement adéquat pour une croissance économique. C'est ainsi qu'une multitude d'entreprises publiques furent créées. Le gouvernement s'est chargé d'établir des entreprises dans des secteurs d'activités très diversifiés notamment avec la création de la Banque du Maroc, de l'ONCF (l'Office National des Chemins de Fer), de l'ONE (l'Office National de l'Electricité) et de la RAM (la Royal Air Maroc) qui constituent des services public primordiaux ; d'autres exemples incluent la création de la BEPI (Bureau des Etudes et des Participations Industrielles) et de la SOMACA (Société Marocaine de Construction Automobile) afin d'encourager l'industrialisation ; l'OCE (Office Chérifienne pour l'Exportation) contribue au commerce extérieur, et la SAMIR (raffinerie de pétrole) constitue un secteur clé. La création d'entreprises étatiques fut exponentielle ; elle connut une accélération durant les années 1970 et 1980 et atteint 45% de l'investissement total durant ces deux décennies. Ces entreprises publiques contribuaient pour 17% du PIB du pays, pour 21% de la valeur ajoutée des branches marchandes de l'économie et pour 27 % de la masse salariale de ces branches en 1986 (Belghazi, 1996).

En 1996 le portefeuille de l'Etat marocain contenait 707 établissements, entreprises publics, filiales et participations indirectes dans des secteurs d'activités différents. Notons que la loi de la marocanisation qui est une application de l'article 15 de la Constitution de 1972 et qui limite le droit de propriété aux étrangers imposait aux sociétés étrangères de prendre au sein de leurs entreprises des associés marocains. La marocanisation a joué durant une décennie un rôle plutôt négatif vu que le gouvernement faisait pression sur les investisseurs étrangers. C'est en 1983 que le Dahir de marocanisation fut aboli et donc permit aux entreprises étrangères de s'implanter au Maroc. Cette libéralisation contribua à la mise en œuvre du processus de privatisation qui semble être une solution aux problèmes liés à la propriété étatique d'entreprises, notamment leur déficit de productivité.

Une grande majorité des gouvernements de l'époque ont expliqué leurs programmes de privatisation par des objectifs qui varient d'un pays à l'autre. Les objectifs les plus

souvent mentionnés sont l'amélioration de la performance des entreprises gouvernementales grâce à la discipline de marché, ou encore l'augmentation des revenus de l'Etat. Les programmes de privatisations encouragent les gestionnaires et permettent aux entreprises de posséder une structure de contrôle adéquate. Plusieurs études ont montré que le manque de transparence au niveau de l'information comptable, la déficience au niveau du développement des marchés, l'inefficience, la mauvaise gestion et la mauvaise organisation des entreprises étatiques ont contribué au développement du phénomène de privatisation.

### **1.1.1. Objectifs**

Le Discours Royal du 8 avril 1988 a établi des objectifs économiques, politiques et sociaux au programme de privatisation.

Sur le plan économique, le but est de moderniser l'économie, permettre l'ouverture du pays au niveau mondial, créer des partenariats avec le secteur privé, favoriser l'émergence d'entrepreneurs privés, lever des financements et diminuer le soutien aux entreprises publiques. Par définition, comme nous l'avons vu précédemment, la privatisation est un transfert de propriété au secteur privé ; il est donc dans l'intérêt de ces investisseurs privés de concentrer leurs efforts sur l'efficience et la rentabilité. Il faut aussi noter que la privatisation favorise la compétition ; par conséquent, elle oblige ces entreprises à être plus performantes au sein d'un marché beaucoup plus compétitif. La privatisation permet de stimuler les marchés boursiers, d'augmenter leur capitalisation ainsi que leur liquidité. Le succès du programme de privatisation au Maroc dépend donc de la volonté du gouvernement à améliorer l'efficience, à développer les marchés de capitaux et à encourager la concurrence pour favoriser la croissance économique. Boubakri et Cosset (1998) indiquent que la privatisation est une composante majeure pour le développement économique que ce soit pour les pays développés, en voie de développement ou en voie de transition.

Sur le plan social, l'enjeu est de corriger les déséquilibres régionaux, créer de nouveaux emplois, améliorer la qualité et le niveau de vie des citoyens grâce aux revenus de la privatisation et indirectement grâce aux nouveaux investisseurs (institutionnels ou particuliers).

Au niveau politique, la consolidation du processus de régionalisation est un objectif majeur (Belghazi, 1996).

Nous cherchons donc à déterminer si le programme de privatisation au Maroc mène aux résultats escomptés et nous voulons vérifier si dans le cadre d'une étude de cas pour le Maroc les résultats des études multi pays existantes confirment l'impact de la privatisation. Nous adressons les questions suivantes : les entreprises privatisées sont-elles sous-évaluées ? Les entreprises nouvellement privatisées ont-elles de meilleures performances opérationnelle et financière comme le démontrent plusieurs recherches antérieures pour différents pays ? Nous tenterons de répondre à ces questions en analysant les entreprises privatisées au Maroc.

### **1.1.2. Organes intervenant dans le processus**

La privatisation se déroule sous l'autorité d'un ministre chargé des cessions; celui-ci est assisté d'une Commission des Transferts et d'un Organisme d'évaluation indépendant.

Différents départements ministériels se sont chargés de la privatisation depuis le début du programme à savoir :

1989 : Ministère des Affaires Economiques et de la Privatisation

1991 : Ministère du Commerce, de l'Industrie et de la Privatisation

1993 : Ministère de la Privatisation, Chargé des Entreprises d'Etat

1997 : Ministère de l'Incitation à l'Economie et de la Privatisation

1998 : Ministère du Secteur Public et de la Privatisation

Septembre 2000 : Ministère de l'Economie, des Finances, de la Privatisation et du Tourisme

Novembre 2002 : Ministère des Finances et de la Privatisation

### 1.1.3. Lois et décrets

Un cadre juridique a été mis en place afin de suivre le processus de la privatisation. Il permet de mieux se préparer aux exigences du marché international et permet de suivre les pratiques mondiales dans le domaine de la privatisation.

Le programme de privatisation des entreprises publiques a pu être entrepris grâce à la loi n° 39-89 difficilement adoptée par le parlement en 1989. Elle fut promulguée le 11 avril 1990. Cette loi fixe le cadre juridique et procédural de la privatisation et permet le transfert au secteur privé des participations détenues dans les sociétés par l'Etat, des établissements publics mais aussi de la propriété des établissements hôteliers appartenant en totalité à l'Etat.

La loi n° 34-98 a introduit des amendements à la loi n° 39-89, ce qui a assuré la continuité du processus de privatisation en éliminant la clause de date butoir qui prévalait dans la première loi. Grâce à cette nouvelle loi, plusieurs nouvelles entreprises se sont ajoutées à la liste initiale d'entreprises privatisables.

Une autre loi, la loi n° 31-04, autorise les entreprises à être listées sur un marché autre que le marché boursier marocain ; elle a aussi permis au montant nominal des actions d'être inférieur à 100 dirhams, ce qui donna aux petits investisseurs accès au marché boursier.

La loi n° 39-89 définit deux organes indépendants (la Commission des Transferts et l'Organisme d'évaluation) pour intervenir dans le processus de transfert.

La Commission des Transferts est composée de cinq hauts cadres de l'administration désignés par le Chef de l'Etat. Les premiers membres de la Commission ont été nommés le 13 septembre 1991, bien avant la première privatisation. Cette commission assiste dans la mise en œuvre des transferts, elle fixe le pourcentage du capital à céder et le pourcentage réservé aux salariés, elle décide d'introduire une partie du capital sur la bourse et décide ou non d'ouvrir l'offre aux investisseurs étrangers.

L'Organisme d'évaluation fixe le prix d'offre minimum de la participation ou de l'établissement à céder. Le Chef de l'Etat nomme les sept personnalités composant cet organisme. Notons que les premiers membres ont été nommés en juillet 1991.

D'autres décrets ont été fixés afin de spécifier le bon fonctionnement de la Commission des Transferts, les conditions de souscriptions des salariés et les responsabilités du Ministère chargé de la privatisation. Le Ministère responsable de la privatisation se charge de l'audit, de l'évaluation des entreprises publiques et de la restructuration. Il négocie les attributions directes, veille à la transparence du processus et au lancement des appels d'offres et se charge de l'introduction en bourse des privatisations qui se font par voie d'offre publique de vente.

#### **1.1.4. Les procédures**

Il y a trois étapes dans le processus de privatisation : l'étape pré-transfert, transfert et suivi post-transfert.

L'étape pré-transfert se charge de faire l'audit et l'évaluation de l'établissement à transférer, elle propose le processus de transfert et fixe le prix minimum de transfert.

L'étape transfert fixe le mode de transfert. Il y a trois modes de cession : l'appel d'offre, l'offre public de vente et l'attribution directe. Dans notre étude nous utilisons les dénominations suivantes: la méthode de vente directe qui se fait soit par appel d'offre ou attribution directe, l'introduction boursière (*SIP: share issue privatization*), la méthode mixte c'est à dire un appel d'offre suivi d'une attribution directe ou l'inverse et la vente aux salariés lorsqu'il y a lieu.

L'appel d'offre est en général utilisé pour le transfert partiel ou total des participations de l'état ou d'un établissement public. Il faut noter qu'un cahier des charges établissant les conditions de cession est établi avant le lancement de l'appel d'offre.

L'attribution directe est décidée par décret par le Ministre chargé des privatisations et avec l'accord de la Commission des Transferts. En général ce mode de transfert a lieu lorsqu'un appel d'offre est infructueux ou « pour l'exercice du droit de préemption entre actionnaire ou encore pour des considérations de développement régional ou de maintien de l'emploi » (Guide de la Privatisation, 2005). Notons que toutes les cessions, quelque soit le mode de transfert, présentent dans un point de presse ou un communiqué les conditions du transfert.

L'étape du suivi post-transfert constitue un suivi des engagements contractuels de l'acquéreur durant une période qui varie entre cinq et dix ans. Le suivi s'assure de vérifier l'évolution des programmes d'investissements.

### **1.1.5. Trois vagues du programme de privatisations**

Trois vagues de privatisations ont été mises en place lors de l'instauration du programme:

**1989 à 1992** : cette période marque la mise en place du cadre juridique et des structures, notamment avec la loi n°39-89.

**1993 à 1998** : cette période constitue la phase inaugurale ; elle fut introduite grâce à la privatisation de la SODERS en 1993

**1998 à 2005** : c'est la maturation du programme mais aussi la privatisation des monopoles.

Cependant, l'année 2005 n'a pas constitué la fin de ce programme comme initialement prévu ; elle a déclenché une nouvelle vague de privatisations. Plusieurs entreprises sont périodiquement ajoutées à la liste initiale. Durant ces dernières années, des entreprises opérant dans des secteurs clés ont été privatisées (ex : les secteurs de tabac, de télécommunication et de sucre).

## **1.2. Le Contexte du programme de privatisation**

### **1.2.1. L'environnement politique**

La politique d'un pays dessine le processus de privatisation. C'est pour cela qu'il est important de comprendre le contexte politique du pays durant l'implémentation et l'exécution du programme de privatisation. L'article de la banque mondiale *Bureaucrats in business* (World Bank, 1995) (qui se concentre sur les aspects politiques de la privatisation) énumère trois conditions nécessaires pour que la privatisation d'entreprises étatiques soit réussie : la réforme doit être politiquement désirable, elle doit être

politiquement faisable, et elle doit être crédible. La privatisation devient alors bénéfique lorsque les avantages politiques dépassent les inconvénients qu'elle pourrait engendrer. Le programme de privatisation au Maroc a eu lieu après plusieurs réformes du secteur public qui avaient débuté dans les années 1970. La performance des entreprises étatiques commençait à se détériorer, ce qui a provoqué chez les dirigeants du pays une remise en question. Au début des années 80, plusieurs études sur les entreprises étatiques ont déclaré que ces entreprises devraient être plus autonomes afin de pouvoir améliorer leur performance et efficacité, mais aussi afin d'entretenir une meilleure gouvernance et une meilleure adéquation aux principes du marché. C'est à ce moment là que la privatisation des entreprises publiques est devenue la solution pour restructurer certains secteurs et pour obtenir de meilleurs résultats. C'est en 1988 que feu Sa Majesté le Roi Hassan II a annoncé dans un discours le début de la privatisation des entreprises étatiques. Cette décision a été donc suivie par l'adoption de la loi n° 39-89 (loi de Privatisation). C'est le début d'une nouvelle ère, la politique de « marocanisation » (c'est-à-dire basée sur des entreprises étatiques) ancrée dans le pays disparaît pour faire place à une ouverture au secteur privé et aux investisseurs étrangers. Ainsi le gouvernement marocain a lancé des réformes dans de nombreuses entreprises étatiques et s'est fixé une liste d'entreprise à privatiser.

### **1.2.2. Le contexte économique et social**

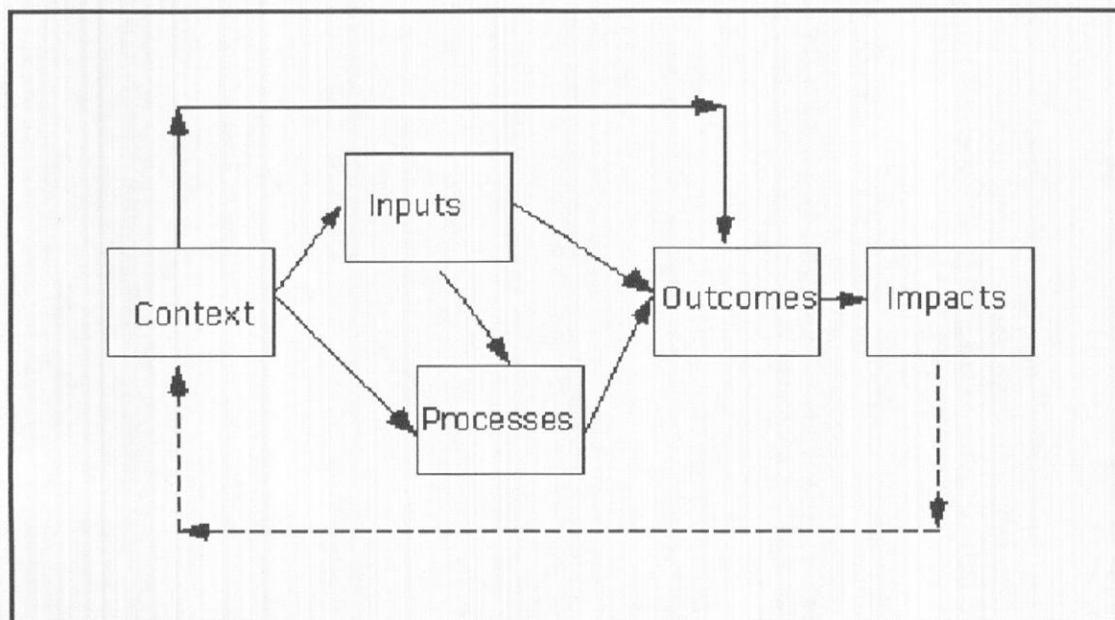
Les conditions économiques d'un pays sont généralement la cause principale de la privatisation surtout lorsque le budget de l'état ne suffit plus. Les conditions macroéconomiques (le taux de croissance, la politique monétaire et fiscale, le taux de chômage) et microéconomiques (les performances des entreprises) sont à l'origine de ce phénomène. Un des problèmes persistants au Maroc est l'emploi : la croissance économique n'a pas su s'aligner à ce problème. La croissance du PIB du pays a été en moyenne de 1.4%, ce qui est relativement assez faible pour une main d'œuvre qui croît à 2.5 % par année (Ernst et al., 1999). Le secteur agricole, en raison du manque de pluie sur plusieurs années (1992, 1995, 1997, 1999) a gravement influencé la situation

économique; l'exode rural a contribué à l'augmentation du taux de chômage qui a connu un pic de 19.1 % en 1998 (World Bank statistics).

D'après l'étude faite par l'USAID, "Assessing the impacts of privatization: the experience of Morocco", la privatisation est un processus continu, bâti sur des réformes qui modifient leur environnement et dont les conséquences se font ressentir au-delà du contexte prévu. L'étude de l'USAID propose le schéma suivant pour expliquer le phénomène de privatisation.

## Graphique 1

### Analytical Framework



*Source* : Ernst, Edwards, Gladstone, Gregory and Holt (1999)

Toujours selon l'étude de l'USAID, le contexte économique, politique et social joue un rôle important dans l'implémentation du programme de la privatisation. Les « inputs » doivent être définis par les dirigeants chargés de transférer ces entreprises étatiques aux

investisseurs privés. Ce sont donc ces deux aspects, le contexte et le choix des « inputs », qui vont déterminer les procédures à suivre.

- L'analyse du contexte ne peut être limitée seulement à une évaluation des conditions du programme lors de son introduction. Au contraire, une approche dynamique est requise dans l'implémentation du programme.

- Les « inputs » sont définis par le responsable du programme de privatisation – au Maroc, c'est le Ministre de la Privatisation qui s'en charge. Celui-ci décide des ressources (ex : la sélection des experts pour préparer le transfert) à allouer à l'implémentation des autres « inputs », tels que la sélection des entreprises à privatiser, la sélection des investisseurs, le choix de la méthode de privatisation, la création d'un environnement légal afin de faciliter la transition, la part de capital à céder. En résumé une multitude d'étapes sont cruciales dans la réussite d'un tel programme.

Enfin, les « outcomes » font référence aux résultats directs du programme de la privatisation. Ils incluent la valeur des actifs transférés, les actions émises et leur distribution, les revenus amassés, etc.

Les impacts du programme sont liés aux changements induits par ces « outcomes », en d'autres termes, est ce que le programme de la privatisation a atteint ses objectifs ? Les impacts majeurs affectent généralement les entreprises qui ont été privatisées (leur performance, leur santé financière), le gouvernement (la fiscalité), les employés (leur nombre), l'environnement légal, les investisseurs (le rendement de leur investissement), l'environnement économique en générale et aussi l'environnement financier.

Un aspect tout aussi important dans l'évaluation des processus de privatisation est de déterminer les principes qui vont être associés à « la culture » du programme, c'est-à-dire des éléments comme la transparence, la prise de décision ou l'ouverture du programme.

### 1.3. Le Bilan de la privatisation 1993-2005

D'après « Guide de la Privatisation » (2005) il y a eu un total de 101 opérations de transfert depuis le début du programme au Maroc, incluant 70 entités : 44 sociétés et 26 hôtels. Toutefois, notre étude ne traite que des 44 sociétés privatisées.

Ces transferts ont rapporté une recette globale de 77 milliards de dirhams. Durant cette période, quelques opérations majeures comme Maroc Télécom, la régie des Tabacs, les sucreries (SUTA, SUCRAFOR, SUNABEL et SURAC) et la SOMACA ont permis d'atteindre des recettes très importantes ; à titre d'exemple, les recettes de privatisations de Maroc Télécom, réalisées en deux temps (la première cession s'est faite par un appel d'offre international en 2001 et a cédé 35% du capital à Vivendi Universal, la seconde s'est faite en 2004 à travers les bourses de Casablanca et Paris en cédant 14.9% du capital) ont drainé 32.24 milliard de DH. Ces deux cessions ont marqué la privatisation puisque les résultats de ces opérations ont considérablement dépassé les prévisions ; Maroc Télécom a été sur-souscrite 21 fois lors de son introduction en bourse ; il y a eu une participation de 98% des salariés et plus de 130000 millions d'actions ont été mises sur le marché.

D'après « Guide de la Privatisation » (2005), d'une manière générale, la privatisation a eu des effets positifs sur l'ensemble des entreprises cédées : les résultats des entreprises cédées ont été multipliés par cinq, ces entreprises privatisées ont pu être intégrées dans des stratégies de développement de groupe, elles ont amélioré leur savoir-faire et productivité grâce aux nouveaux partenaires de renommée (tels Vivendi Universal, Total, Altadis etc.) qu'ils soient marocains ou étrangers.

Quant aux finances publiques, l'impact de la privatisation a été indéniable : les recettes de la privatisation au budget général de l'Etat ont contribué en moyenne pour 5.8% des recettes ordinaires avec des pics de 24.5% en 2001 et 13.8% en 2003 sur la période 1993-2003 (Guide de la Privatisation, 2005). Une grande partie de ces recettes a été allouée au Fonds Hassan II pour le développement Economique et Social, dont environ 23.2 milliards de dirhams (à fin juillet 2005) des recettes sont utilisés pour financer des projets économiques et sociaux.

Sur le volet économique, l'impact de la privatisation s'est fait ressentir au niveau des entreprises privatisées car elles ont été mieux préparées à la libre concurrence : la privatisation a contribué à l'ouverture du marché à de nouveaux opérateurs grâce au démantèlement des monopoles.

Sur le plan des Investissements Directs Etrangers (IDE), ceux-ci se sont accrus depuis le début du programme de privatisation et plus particulièrement vers les secteurs de télécommunications, industriels, financiers, de tourisme et d'énergie. D'après Guide de la Privatisation, (2005) ces investissements étrangers ont permis au Maroc de se positionner en troisième position sur le continent africain comme pays destinataire d'investissements étrangers. A fin septembre 2005 la contribution de ces investissements atteint 63 milliards de dirhams.

Le tableau ci-dessous décrit la ventilation des recettes par nationalité des investisseurs. On y constate que la France contribue à presque 70% des recettes, suivie de l'Espagne avec 11.5% et de l'Arabie Saoudite avec environ 7%. Ces investissements étrangers sont donc essentiels au bon fonctionnement du programme de privatisation.

**Tableau 1**

Ventilation des recettes par nationalité des investisseurs, (a fin Septembre 2005)

<i>Nationalité</i>	<i>Recettes en millions de dirhams</i>	<i>%</i>
<b>France</b>	43 935	69.87%
<b>Espagne</b>	7 222	11.49%
<b>Arabie Saoudite</b>	4 224	6.72%
<b>Royaume Uni</b>	2 518	4.00%
<b>USA</b>	1 092	1.74%
<b>Emirats A.U</b>	958	1.52%
<b>Koweït</b>	903	1.44%
<b>Suisse</b>	732	1.16%
<b>Bahreïn</b>	366	0.58%
<b>Japon</b>	211	0.34%
<b>Italie</b>	134	0.21%
<b>Allemagne</b>	122	0.19%
<b>Portugal</b>	110	0.17%
<b>Pays Bas</b>	79	0.13%
<b>Autres</b>	271	0.43%
<b>Total</b>	<b>62 877</b>	<b>100 %</b>

*Source* : Guide de la Privatisation, (2005)

Enfin, le marché financier a tiré un grand bénéfice de la privatisation qui a constitué un facteur essentiel dans la dynamisation de la Bourse de Casablanca. Depuis le lancement du programme en 1989, la capitalisation boursière a été multipliée par 48, atteignant les 240 milliards de dirhams. En Septembre 2005 la capitalisation des entreprises privatisées de Casablanca représentait 53% de la capitalisation de la Bourse (Guide la privatisation, 2005). La privatisation d'entreprises par émission publique de titres a rapporté 16% des recettes de la privatisation. Ces introductions en bourse ont contribué à une augmentation de la liquidité du marché et au développement de banques d'affaires et sociétés de bourse au Maroc, Boutchkova et Megginson (2000) l'ont démontré pour d'autres pays.

Le tableau ci-dessous est un bon indicateur du succès des privatisations par voie d'émissions publiques : toutes les entreprises ont été sur-souscrite d'au moins 1.7 fois allant jusqu'à 21.5 fois avec Maroc Télécom.

Tableau 2

**Taux de sur-souscription\* des titres des sociétés privatisées par voie de bourse**

Sociétés	Date d'introduction	Nombre de titres cédés	Prix de l'action (DH)	Part du capital	Nombre de titres demandés	Taux de sur-souscription	
BMCE	24.01.95	1 401 000	325	14.01%	8 533 127	6.1 fois	
CREDIT EQDOM	27.06.95	200 000	360	18%	691 168	3.5 fois	
SAMIR	18.03.96	6 192 450	243	30%	10 975 751	1.8 fois	
SONASID	2.07.96	1 365 000	308	35%	2 335 041	1.7 fois	
FERTIMA	28.10.96	690 000	174	30%	3 077 567	4.5 fois	
SMI	18.06.97	329 018	396	20%	1 931 218	5.9 fois	
Maroc Télécom	13.12.04	130 985 210	68,25	14.9%	2 816 268 721	21.5 fois	
SNI	01.11.94	1 203 678	300	15.63%	7 456 924	6.2 fois	
SOFAC Crédit	05.04.94	137 775	290	18.37%	541 500	3.9 fois	
CTM	Tranche I	03 06 93	377.224	250	40%	1.540.447	4.1 fois
	Tranche II	05 10 94	174.100	280	18.46%	448.138	2.6 fois
CIOR	21.12.1993	1 431 400	230	34%	6 285 113	4.4 fois	

*Source* : Guide de la Privatisation, 2005

\*Le taux de sur-souscription est calculé de la manière suivante : Nombre de titres demandés/Nombre de titres cédés. A titre d'exemple lors de l'introduction de la BMCE en bourse 8 533 127 titres étaient demandés alors que seulement 1 401 000 étaient offerts, cette offre a été sur-souscrite 6.1 fois. Ce taux décrit l'engouement du public envers les entreprises privatisées par voie de bourse.

## 2. Revue de littérature

Le phénomène de privatisation se rapporte à un nombre important de domaines d'études dans la finance : la finance corporative, de marché, l'émission publique de titres, etc.

Dans notre revue de la littérature nous présentons des études empiriques se rapportant à notre sujet. Notre étude porte sur le Maroc mais nous nous attardons à citer plusieurs études de plusieurs pays différents puisqu'elles nous aident à comprendre le phénomène de privatisation dans les diverses régions du monde.

Le début des années 80 a connu un changement global à savoir une évolution de la gouvernance d'états socialistes vers des états plutôt capitalistes. La majorité des gouvernements ont vendu leurs entreprises à des investisseurs privés afin d'améliorer la performance de leur pays. C'est le début d'une dénationalisation profonde. D'après Megginson, Nash et Randenborgh (1994), la chose la plus surprenante concernant les programmes de privatisation n'est pas la taille ou le contexte mais tout simplement le fait qu'elles aient été adoptées sur la base de la « foi ».

### 2.1. Etude sur les programmes de Privatisation dans le monde

Megginson et Netter (2001) font le point sur les programmes de privatisation dans le monde. Après la seconde guerre mondiale, les gouvernements de plusieurs pays ont joué un rôle plus important dans l'économie de leurs pays en acquérant toutes les industries de télécommunication, de gaz, des services postaux et des transports (ex : compagnies aériennes et ferroviaires). A cette époque, les gouvernements devaient contrôler certains secteurs stratégiques de leur pays comme l'industrie de l'acier et de la défense. Dans les pays en voie de développement et plus particulièrement les pays qui ont été colonisés (les pays asiatiques, africains et d'Amérique latine), une des raisons principales qui a poussé les gouvernements à détenir plusieurs entreprises est qu'après leur indépendance, les gouvernements voulaient contrôler les grandes entreprises précédemment exploitées par

les colonisateurs. Ceci enclencha le début d'un mouvement de nationalisation. Il y a eu un accroissement d'entreprises étatiques pendant de nombreuses années après la seconde guerre mondiale et après la période de décolonisation.

Cette nationalisation a conduit à une privatisation de ces entreprises quelques décennies plus tard à travers le monde. Historiquement, c'est le gouvernement de Thatcher qui lança le plus grand programme de privatisation et le terme dénationalisation ne fut plus utilisé. C'est à travers des SIP (*share issue privatization*) durant les années 80 que le nombre d'entreprises britanniques étatiques diminua. Tout comme le Maroc ou d'autres pays qui ont entrepris des programmes de privatisation, les objectifs de la privatisation en Grande Bretagne comme mentionné par Price Waterhouse (1989) sont d'augmenter les revenus de l'état, promouvoir l'économie, réduire le rôle du gouvernement dans les affaires économiques, encourager la propriété privée, introduire la compétition sur le marché et bien sûr obliger les entreprises à se plier à la discipline de marché. Un autre rôle important du gouvernement anglais était de développer le marché national des capitaux.

Grâce au succès du programme de privatisation anglais, plusieurs autres pays ont démarré leur propre programme. La France en 1986 privatisa 22 entreprises sous le gouvernement de Chirac, puis en 1993, sous Balladur, un programme encore plus large fut mis en place. Une des plus grandes privatisations en France fut celle de France Télécom à travers une offre publique de vente en 1997 puis une deuxième offre en 1998. Le Maroc aussi privatisa Maroc Télécom en 2004, suivi en 2005 d'une augmentation de capital. D'autres pays Européen comme l'Italie ou encore l'Espagne suivirent ce phénomène. Cette vague fût étalée jusqu'au Japon vers la fin des années 80. D'après Megginson et Netter (2001), la SIP de la Nippon Telegraph and Telephone du Japon a levé \$80 milliards.

D'autres pays asiatiques ont entrepris cette stratégie mais principalement pour couvrir des déficits budgétaires. Dans les années 1970, la Chine lança un programme de réformes économiques et de libéralisation qui n'a connu, cependant, que de très petites privatisations. L'Inde a aussi adopté une réforme économique et un programme de libéralisation en 1991. Tout comme la Chine, ces réformes indiennes ont été adoptées en raison des mauvaises performances des entreprises étatiques, sans réellement mettre en place un véritable programme de privatisation.

La première grande privatisation en Amérique Latine fut au Chili. C'est avec la privatisation de Telefonos de Chili que l'utilisation des *ADRs* (*American Depositary Receipt*) envers les investisseurs américains encouragea d'autres pays en voie de développement à aller chercher des capitaux étrangers. Le programme le plus important de la région fut celui du Brésil. Le gouvernement de Cardoso durant la fin des années 90 a pu vendre plusieurs entreprises étatiques. D'après Megginson et Netter (2001) ce programme a eu une grande influence sur d'autres pays.

Nous passons maintenant à un tout autre continent, l'Afrique. L'Afrique Sub-Saharienne a connu de nombreuses privatisations. D'après Jones, Megginson, Nash et Netter (1999) le Nigeria a vendu le plus et le plus fréquemment ses entreprises étatiques à travers des offres publiques de ventes. L'Afrique du Sud sous Mandela a cédé plusieurs entreprises sans pour autant utiliser le terme privatisation qui était tabou.

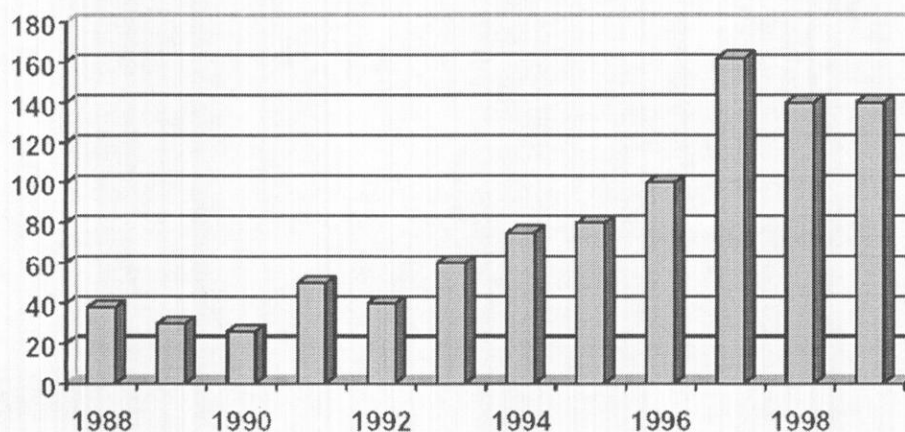
Les derniers pays à entreprendre un programme de privatisation sont les pays de l'ancien bloc soviétique. Ces programmes furent adoptés dans le but d'accompagner la transformation de leur pays. Ils se sont donc heurtés à des difficultés très contraignantes et des lois très restreintes. Après la chute du système communiste de 1991, ces pays ont été obligés de lancer un programme de privatisation de masse afin de surmonter les difficultés économiques. Djankov et Murrel (2002) discutent en profondeur la restructuration de grandes entreprises dans ces pays en transitions.

D'après Megginson et Netter (2001) les programmes de privatisation ont évolué à différentes vitesses mais ont brassé beaucoup d'argent. En 1999 les gouvernements qui ont entrepris des privatisations ont amassé plus \$1000 milliards (Megginson et Netter, 2001).

## Graphique 2

### Revenus annuels de la privatisation au niveau mondial, 1988-99

Revenus en milliards de \$



Source: Privatisation International, Megginson et Netter (2001)

Notons que les revenus de la privatisation ont augmenté considérablement depuis 1988 et ont atteint un pic de \$160 milliards de dollars en 1997 puis se sont stabilisés à \$140 milliards entre 1998 et 1999. Les données historiques ont montré que le nombre d'entreprises étatiques a diminué depuis 1979 grâce aux programmes de privatisation implémentés par de nombreux pays.

L'impact de la privatisation, tel que décrit dans la littérature, est généralement positif. Plusieurs recherches ont comparé la performance des entreprises privées aux entreprises étatiques. Cependant, Megginson et Netter (2001) indiquent que la comparaison est très difficile voire impossible car il est difficile de trouver des « benchmarks » similaires. Une autre raison évoquée est que les gouvernements ont des raisons fondamentales de détenir des entreprises étatiques. Il est donc délicat d'évaluer l'efficacité de la structure de propriété du gouvernement car cette structure (qui a des objectifs politiques et de performance) est endogène au système. Comme l'attestent Megginson et Netter (2001), certains chercheurs ont quand même essayé de comparer les performances des entreprises privées et étatiques et y sont arrivés avec succès.

La Porta, Lopez-de-Silanes et Shleifer (2000) évaluent l'impact des banques détenues par l'état sur le développement du système financier et l'évolution de la productivité dans 92 pays. Leurs résultats principaux montrent que la détention par l'état de banques retarde le développement du système financier et restreint l'évolution des taux économiques. Tian (2000) étudie la relation entre l'Etat actionnaire et la performance d'entreprises chinoises listées en 1998. Parmi les 825 firmes, 413 avait une participation de l'Etat. Tian (2000) montre que la performance des entreprises privées est significativement supérieure à celles où la structure de propriété est mixte (c'est-à-dire avec une participation étatique et une partie privée). Ehrlich, Gallais, Hamonno, Liu, et Lutter (1994) examinent l'impact de la propriété étatique sur les taux de productivité à long terme de l'industrie aérienne entre 1973 et 1983 ; ils démontrent que la propriété étatique diminue le taux d'accroissement de 1.6% à 2%.

Un des aspects très importants de la privatisation est la méthode utilisée pour transférer les entreprises étatiques au secteur privé. D'après Megginson et Netter (2001), la méthode de privatisation choisie dépend de plusieurs facteurs : l'historique de la propriété de l'actif, la position financière et compétitive de l'entreprise étatique, le point de vue du gouvernement sur le marché et les lois, les structures légales et réglementaire, le besoin de payer les groupes importants dans la privatisation, la capacité du gouvernement à respecter les droits de propriété des investisseurs, etc.

Les méthodes de privatisation ont été discutées par de nombreux chercheurs. Brada (1996) décrit toutes les méthodes de privatisation utilisées mondialement. La première méthode discutée est la privatisation à travers la « restitution » c'est-à-dire en termes de bien identifiable comme la terre. Par exemple, les terres qui ont été expropriées par l'état à des individus ou des familles leur ont été restituées. Cette méthode de privatisation s'est beaucoup vue en Europe Centrale. La deuxième méthode est la privatisation à travers la vente de la propriété soit par vente directe soit par une vente publique (SIP). Ces méthodes de transferts sont très utilisées au Maroc. La troisième méthode qu'il mentionne est la vente à travers des « vouchers » où les citoyens reçoivent ces « vouchers » et peuvent enchérir pour participer à l'achat d'une part de l'entreprise étatique. Cette méthode ne fut utilisée qu'en Europe Centrale. La quatrième méthode est

appelée « from below » et a souvent été utilisée en Chine, en Afrique Sub-Saharienne et en Amérique Latine. Cette méthode consiste en la transformation d'une entreprise étatique en la propriété conjointe d'un opérateur public (l'Etat) et des opérateurs privés. Plusieurs autres méthodes sont utilisées mais sont moins fréquentes alors nous ne nous pencherons pas dessus.

Megginson et al. (2000) utilisent un échantillon de 1992 privatisations à travers 92 pays pour rechercher les raisons pour lesquelles 767 firmes ont été privatisées à travers des SIP et 1225 ont été privatisée a travers des ventes directes. Leurs résultats montrent que le choix de la méthode dépend des marchés des capitaux, des facteurs politiques, et des spécificités des entreprises. Ils montrent que les SIP sont beaucoup plus utilisées lorsque le marché des capitaux est peu développé. Ces SIP ont justement pour objectif de développer les marchés de capitaux. Les gouvernements décident de choisir la méthode SIP lorsque les revenus de ventes des entreprises étatiques sont importants. C'est le cas de Maroc Télécom ou encore de la Régie des Tabacs au Maroc. Les plus grandes privatisations du Maroc se sont faites grâce à des SIP. Megginson et Netter (2001) confirment que les gouvernements privatisent les entreprises les plus rentables à travers des SIP. Bortolotti et al. (1999) trouvent que plus le déficit de l'état est grand, plus la méthode utilisée pour la privatisation est la SIP.

Selon Megginson et Netter (2001) tous les gouvernements qui privatisent à travers une SIP se heurtent à trois décisions, à savoir : comment transférer le contrôle, comment valoriser l'offre et comment distribuer les actions. En général, le gouvernement décide de transférer le contrôle dès la première SIP ou à travers des SIP partielles. C'est le cas du Maroc puisque aucune SIP n'a cédé tout le contrôle ; le transfert de contrôle s'est fait graduellement. C'est au gouvernement de décider de la fraction à vendre. Pour ce qui est de la prise de décision du prix de vente, le gouvernement détermine le montant de sous-évaluation, il convient si l'offre du prix doit être établie par un appel d'offre, un «book-building exercise» (processus de « découverte » de prix où l'émetteur définit un prix de base pour l'offre ainsi qu'une fourchette de prix au sein de laquelle l'investisseur a le droit de demander des actions), ou un prix fixe. Le prix des actions de Maroc Telecom a été déterminé par la procédure de « book building exercise » et la fourchette de prix

proposée était comprise entre 54.60Dh et 68.25Dh. Le prix de cession a été défini à l'issue de la centralisation des ordres d'investisseurs institutionnels. Pour l'allocation d'actions le gouvernement choisit ses clients : des investisseurs étrangers, les salariés, des investisseurs locaux, institutionnels...

En résumé, les programmes de privatisations dans le monde, bien qu'unique pour chaque pays, ont connu une proportion considérable et ont affecté tous les secteurs industriels (transport, télécommunication, institutions financières...)

## 2.2. Introduction à la sous-évaluation initiale : SEI

Avant d'élaborer sur le phénomène de sous-évaluation des privatisations (SIP), nous allons d'abord discuter de la sous-évaluation initiale observée lors des IPOs (initial public offering) puisque c'est un phénomène bien documenté.

La sous-évaluation des IPOs est un concept très intéressant en finance empirique vu qu'une multitude de recherches ont été publiées à ce sujet. Les études empiriques dans différents pays ont montré que les IPOs sont systématiquement sous-évaluées. En effet, des rendements très élevés sont obtenus lors de l'introduction en bourse d'une entreprise; nous comprenons donc que l'attention portée à ce phénomène intrigant vient du fait que ces rendements très élevés pour un événement prévisible – l'introduction en bourse – sont en contradiction avec l'hypothèse du marché efficient (« efficient market hypothesis »). Plusieurs études s'attachent à ce phénomène à des degrés variables.

Baron (1982) a été un des premiers à proposer une explication basée sur l'asymétrie d'information pour la sous-évaluation des IPOs. Son modèle atteste que les banquiers sont mieux informés que l'émetteur en ce qui concerne la demande des investisseurs pour les nouvelles offres. C'est ainsi que la prise de décision de l'offre de prix est déléguée aux banquiers qui fixent le prix et distribuent les actions, vu leur connaissance supérieure du marché. La sous-évaluation est vue comme une compensation pour le banquier et est assez grande lorsque l'asymétrie d'information entre l'émetteur et le banquier est très large.

Une autre étude se base sur la même explication que Baron : Loughran et Ritter (2002) argumentent que « leaving money on the table » est une forme de compensation indirecte pour le banquier. Ils définissent « money left on the table » comme étant le gain du prix du jour multiplié par le nombre d'actions vendues ; en général, une IPO laisse en moyenne \$9.1 million « sur la table ». Afin de valider leurs résultats, ils présument que les émetteurs sont plus préoccupés par la variation de leur richesse que par leur niveau de richesse. C'est dans cette perspective que Barry (1989) reconnaît que la sous-évaluation est un transfert de richesse des anciens actionnaires aux nouveaux.

Toujours basé sur l'assymétrie d'information, Rock (1986) présente un modèle où un groupe d'investisseurs a de l'information privilégiée comparativement à l'émetteur et aux autres investisseurs. La logique derrière ce concept de sous-évaluation vient du fait que si les nouvelles actions sont valorisées en deçà de leur valeur espérée, alors l'investisseur le mieux informé se précipitera à acheter une bonne offre et se retirera du marché lorsqu'une mauvaise offre est proposée. Par ailleurs, les nouvelles offres doivent être valorisées sous la valeur attendue afin que les investisseurs mal informés puissent aussi participer à l'IPO.

Grinblatt et Hwang (1989) proposent un « signaling model » où la sous-évaluation serait la conséquence des actions d'agents rationnels. Dans leur modèle, comme dans celui de Rock (1986), l'émetteur est présumé avoir une meilleure information que l'investisseur concernant les flux financiers futurs de la société. Pour éviter ce problème d'assymétrie d'information, l'émetteur signale la vraie valeur de la firme en offrant des actions à prix réduit et en gardant une partie de ces actions pour son propre compte. Afin d'atteindre l'équilibre, les investisseurs déduisent la variance des flux financiers futurs en analysant le degré de sous évaluation de l'IPO ainsi que la fraction gardée par l'émetteur. D'autres chercheurs tentent d'expliquer ce phénomène par différentes raisons.

Loughran et Ritter (2002) expliquent que la sous-évaluation est un coût indirect aux émetteurs. Ces derniers proposent une « theory of bargaining » qui spécifie que les émetteurs négocient très fort le prix de vente durant une période difficile et évitent les négociations durant les bonnes périodes. Ceci crée alors une sous-évaluation plus élevée lorsque la demande pour une IPO est élevée.

Benveniste et Spindt (1989) ont développé une approche où la sous-évaluation naît naturellement du coût de compensation des investisseurs (qui ont de l'information positive concernant la valeur de l'action) afin d'obtenir de l'information privée. Dans ce cas, les banquiers utilisent des indicateurs d'intérêts de leurs clients afin de prendre en compte le maximum d'information dans les prix des IPOs et allouer les nouvelles offres dans la vente aux enchères.

Allen et Faulhaber (1989) ont développé un modèle de signalisation (Signaling Theory) concernant la sous-évaluation des IPOs. Ils démontrent que les entreprises en bonne santé financière envoient un signal positif en sous-évaluant leur offre.

Bradley et Jordan (2002) explorent la relation entre la sous-évaluation des IPOs et l'information publique. Les résultats montrent que 35-50% de la variation du prix d'émission de l'IPO peut être prédite en utilisant des informations publiques connues avant l'offre et suggèrent que le prix des IPOs s'adapte à l'information publique.

D'autres recherches ont développé ce domaine de recherche. Ibboston, Sindelar, Ritter (1994) ont montré que la température du marché affecte le nombre des offres à succès mais aussi le montant et la variabilité de la sous-évaluation de l'IPO. Par exemple, dans les marchés chauds, la sous-évaluation est très courante alors que dans les marchés froids la sous-évaluation est rare.

Marshall (2004) teste l'hypothèse suivante : les caractéristiques financières de la firme émettrice ainsi que les sources alternatives de financement sont des déterminants importants pour le niveau de la sous-évaluation. Les résultats indiquent que les firmes qui ont des problèmes de liquidité pendant le processus d'IPO connaissent plus de sous-évaluation que les firmes qui ont un financement via le capital-risque ou via le financement de la dette.

Loughran et Ritter (2004) explorent les raisons pour lesquelles la sous-évaluation des IPOs change à travers le temps. Trois explications non mutuelles sont présentées : le

changement de la composition du risque, un alignement des incitatifs et un changement de la fonction objectif de l'émetteur.

Ellul et Pagano (2006) complètent l'explication traditionnelle de la sous-évaluation avec une nouvelle théorie où les investisseurs ont peur de la non liquidité du « after-market » (marché post-IPO) qui pourrait résulter de l'asymétrie d'information après une IPO. Cette explication présume que moins l'« after-market » est liquide, plus il est difficile de prédire sa liquidité et donc plus il y aura sous-évaluation.

Field et Shehaan (2003) tentent de déterminer le lien entre la sous-évaluation et la structure de propriété et plus spécifiquement les gros actionnaires externes. Cette recherche se base sur deux études importantes qui ont des avis opposés : selon Stoughton et Zechner (1998), la sous-évaluation est utilisée afin d'encourager les gros actionnaires externes, alors que Brennan et Franck (1997) considèrent que son but est d'éviter les gros actionnaires externes. Field et Sheehan (2003) définissent les gros actionnaires comme étant des individus qui détiennent 5 % ou plus du capital de la firme.

Après cette revue de littérature assez exhaustive concernant la sous-évaluation initiale (nous utiliserons l'abréviation SEI pour ce qui suit) des IPOs, nous abordons la sous-évaluation initiale des privatisations.

Plusieurs recherches ont montré que la SEI moyenne des privatisations est plus grande que celle des IPOs des entreprises privées. Jones et al. ont étudié le plus grand échantillon des privatisations au niveau international (630 privatisations) ; d'après eux, en moyenne, les SIP révèlent une sous-évaluation de 34%. Jones et al. expliquent que cette différence viendrait du risque politique que ces entreprises étatiques encourent. En effet les gouvernements pourraient affecter la valeur de l'entreprise puisqu'ils jouent plusieurs rôles dans le processus de privatisation. Il y aurait donc une incertitude quant à la valeur réelle des entreprises privatisées ainsi qu'à leur contexte réglementaire. Puisque les gouvernements jouent aussi le rôle de législateur, ils pourraient interférer dans la réglementation afin de conserver un contrôle sur ces entreprises. Les investisseurs sont

donc confrontés à ce risque politique et demanderaient une sous-évaluation plus élevée afin de se protéger. Les IPOs des entreprises privées semblent donc moins risquées dans la mesure où le risque politique les affecte beaucoup moins. Toutefois il faut reconnaître que les IPOs des petites et nouvelles entreprises offrent une sous-évaluation plus élevée comparativement aux grandes entreprises.

Il faut noter que cette étude (Jones et al.) est relativement différente des autres études que nous allons citer ci-dessous dans la mesure où elle approfondit les déterminants politiques et économiques qui expliquent la SEI des privatisations. Nous allons nous appuyer sur cette étude pour le choix des déterminants de notre analyse 2. Nous reviendrons sur les résultats trouvés dans cette étude ainsi que sur le choix des déterminants plus tard dans notre analyse et notre interprétation des résultats.

Dans le même ordre de grandeur, Dewenter et Malatesta (1997) rapportent une SEI des privatisations de 26% pour un échantillon de 109 privatisations dans huit pays. Tout comme Menyah et Paudyal (1996) ils comparent le degré de sous évaluation des privatisations à celui des IPOs des entreprises privées mais leurs résultats ne permettent pas de conclure quant à la différence du degré de la SEI entre les deux.

L'étude de Huang et Levich (1999) a deux volets, le premier consiste à étudier la SEI de 507 privatisations dans 39 pays et le deuxième compare la SEI des privatisations avec celles des IPOs des entreprises privées. Similairement à Dewenter et Malatesta, leurs résultats concernant le deuxième volet ne sont pas concluants car ils varient d'un pays à l'autre. Toutefois la SEI moyenne des privatisations est de 32% ce qui est en accord avec les résultats trouvés précédemment.

En outre, Menyah et Paudyal (1996) ont analysé le cas de la Grande Bretagne et ont comparé la sous-évaluation initiale des privatisations à celle des IPOs des entreprises privées. Ils révèlent une sous-évaluation initial des SIP d'environ 40% alors que celle des IPOs des entreprises privées est de 3.5 %.

Néanmoins, l'étude de Choi et Nam (1998) permet de conclure sur les résultats de la comparaison des SEI des privatisations avec celle des IPOs des entreprises privées. Leur

échantillon contient 185 privatisations dans 30 pays. Ils exposent une SEI moyenne des privatisations de 31% et une SEI moyenne des entreprises privées de 25%. Encore une fois ces résultats se situent au même niveau que les autres études citées.

Nous pouvons donc retenir de ces études que les SIP sont significativement plus sous-évaluées que les IPOs d'entreprises privées et que les causes de sous évaluations sont différentes.

Nous passons à un modèle théorique qui explique la SEI des privatisations : le modèle de Perotti (1995). Son modèle explique la sous-évaluation des privatisations ainsi que la fraction du capital vendue des entreprises privatisées par l'engagement des gouvernements dans leur programme de privatisations. Ainsi il définit un gouvernement engagé comme celui qui n'interférera pas dans la gestion des entreprises une fois qu'elles sont privatisées. D'après Perotti (1995) la vente partielle d'une entreprise envoie un signal d'engagement de la part du gouvernement et donc contribue à une sous-évaluation plus faible. La vente graduelle à travers le temps permet d'établir une politique et un engagement crédibles et contribue à l'obtention d'un meilleur prix pour les actions. Cependant, le degré de sous-évaluation dépend des conditions politiques des gouvernements ; lorsque l'incertitude politique est faible les gouvernements ne privatisent qu'une petite fraction de l'entreprise et la sous-évaluation reste faible, alors que durant une incertitude politique élevée la fraction vendue et la sous-évaluation sont grandes. Un gouvernement engagé essaye de préparer les privatisations à venir en signalant son statut ; ainsi il favorise la maximisation des recettes à venir lors des privatisations prochaines.

En général les privatisations sont significativement plus sous-évaluées que les IPOs des entreprises privées et leurs causes sont différentes.

### 2.3. Performance opérationnelle et financière des entreprises privatisées

Dans cette partie nous abordons les études qui se sont intéressées aux performances financières et opérationnelles d'entreprises privatisées. Plusieurs études se sont penchées sur la comparaison des performances financières et opérationnelles précédant puis suivant la privatisation.

Meggison et al. (1994) analysent 61 entreprises provenant de 18 pays et faisant partie de 32 industries différentes qui ont été totalement ou partiellement privatisées à travers des SIP. Leur étude consiste à comparer les mesures de performances sur les périodes de trois ans précédant et suivant l'année de privatisation. Ils prouvent que les entreprises, suite à leur privatisation, sont plus rentables, que leur efficacité opérationnelle s'améliore et que leurs ventes augmentent tout comme leur dépenses d'investissements. Il faut noter que le niveau d'endettement de ces entreprises diminue d'environ 53% et que leur niveau de paiements de dividendes augmente chez 70% des entreprises (la moyenne passe de 23% à 46%). La privatisation a donc un impact sur la structure de capital de ces entreprises. Leurs résultats sont convaincants puisque la moyenne et la médiane des mesures de rentabilité, des ventes réelles, de l'efficacité opérationnelle et de l'investissement de leur échantillon augmentent considérablement après la privatisation : la croissance moyenne significative est d'environ 2.5%. Cependant ce qui est surprenant est que le nombre d'employés ne diminue pas après la privatisation. Au contraire Meggison et al. (1994) observent une légère augmentation de la moyenne et de la médiane du nombre d'employés : environ 64% des entreprises de leur échantillon emploient plus de travailleurs suite à la privatisation.

L'étude de la banque mondiale par Galal et al. (1992) analyse la performance post privatisation de douze entreprises en Grande Bretagne, au Chili, en Malaisie et au Mexique (trois entreprises par pays) afin de déterminer si le transfert de propriété augmente l'efficacité de ces entreprises. Leur étude empirique compare la performance post-privatisation de ces firmes à leur performance hypothétique si elles étaient encore propriété de l'Etat. Afin de procéder à leur analyse, ils ont établi un scénario fictif pour

chaque entreprise. Leurs résultats sont concluants et positifs: pour onze des douze entreprises, la privatisation améliore leur performances opérationnelles. Cette étude se concentre sur un petit nombre d'entreprises de quatre pays différents, ce qui démontre la difficulté à obtenir des informations (pré et post privatisation) concernant des entreprises privatisées. Notre mémoire a un point en commun dans la mesure où notre échantillon (pour l'analyse de la performance financière et opérationnelle) est petit (17 entreprises) mais dans notre cas il se rapporte à un pays seulement et non quatre.

Omran (2004) discute de l'impact de la structure de propriété post-privatisation sur les performances des entreprises. Son étude se concentre sur la performance financière et opérationnelle des entreprises étatiques égyptiennes privatisées durant la période de 1994 à 1998. Il essaye de déterminer si ces performances diffèrent suivant la nouvelle structure de propriété. Tout comme le Maroc, l'Egypte a lancé un programme de privatisation en 1991 comme faisant partie du programme de réforme économique. A l'exemple du Maroc, un des buts majeurs du programme de privatisation en Egypte fut de diminuer les charges octroyées aux entreprises et par conséquent atténuer la responsabilité des ministères se chargeant de ces entreprises. L'Egypte a adopté trois approches afin de procéder à la vente des entreprises étatiques : ils ont tout d'abord entamé des offres publiques de vente à travers le marché local, ils ont ensuite vendu les participations stratégiques de l'Etat à des investisseurs bien établis à travers des enchères, enfin ils ont cédé les entreprises à des actionnaires faisant partie d'associations d'employés (*employee shareholder associations*). Contrairement au cas du Maroc où le Ministère chargé des privatisations établit une liste d'entreprises publiques à privatiser, en Egypte des experts et des consultants dans le domaine se chargent d'analyser ces entreprises avant de procéder à la privatisation. Cette étude, qui couvre 69 entreprises, appuie les résultats trouvés par Boubakri et Cosset (2000); les résultats empiriques de Omran (2004) démontrent que la rentabilité, l'efficacité, les dépenses d'investissement, le paiement des dividendes, le niveau de levier ainsi que celui de l'emploi sont nettement améliorés.

Dans les études qui suivent, les performances financières et opérationnelles des entreprises privatisées sont discutées sous plusieurs aspects: certaines études se

concentrent sur des pays ou des industries en particulier et d'autres comparent les pays développés aux pays en voie de développement :

Boycko, Shleifer et Vishny (1996) argumentent que plus la part de l'entreprise étatique à céder est grande moins les politiciens interfèrent et donc une privatisation partielle ne serait pas bénéfique.

Meggison et Netter (2001) présentent une revue de littérature qui met l'emphase sur plusieurs études empiriques des performances financières et opérationnelles des firmes privatisées mondialement. Dans leur recherche, ils comparent les résultats de 38 études afin d'évaluer l'impact de la privatisation sur l'efficacité opérationnelle, la structure de propriété et la performance financière des entreprises qui ont été transférées aux secteurs publics dans les pays développés, en voie de développement et en transition. Certaines études se sont concentrées à évaluer une industrie en particulier, un pays ou un petit nombre d'entreprise. Pour la majorité de ces études, la plupart comparent la performance post-privatisation à la performance des firmes non privatisées. Un autre groupe d'études examine seulement les entreprises privatisées à l'aide de SIP ; il mesure les performances trois années avant et après la privatisation en comparant leurs moyennes et médianes. Notre étude se rapproche de la deuxième catégorie d'étude car dans notre troisième analyse nous allons comparer les moyennes et les médianes des entreprises privatisées avant et après leur transfert.

L'étude de D'Souza et Meggison (1999), similaire à celles précédemment présentées, examine les termes des offres, les méthodes de ventes, la structure de propriété suite à la privatisation de 78 entreprises de 10 pays en voie de développement et 15 pays développés durant la période 1990 et 1994. Ils comparent les trois années post-privatisation aux trois années pré-privatisation et testent si la médiane change significativement. Encore une fois, leurs résultats sont similaires à ceux de Boubakri et Cosset (1998) et Meggison et al. (1994) à une différence près : le nombre d'employés diminue.

En résumé toutes les entreprises post-privatisation améliorent leur performance. La plupart des études ont prouvé qu'une nette amélioration de l'efficacité, de la rentabilité, de l'investissement ainsi qu'une baisse significative du niveau d'endettement se font ressentir. Un aspect sur lequel ces études-là ne sont pas en accord est le nombre d'employés. Trois études ont montré une augmentation du nombre d'employés : Galal et al. (1994), Megginson et al. (1994), Boubakri et Cosset (1998), à l'inverse, La Porta et Lopez-de-Silanes (1999), D'souza et Megginson (1999) et Boardman et al. (2000) trouvent une baisse significative du nombre d'employés. Selon Megginson et Netter (2001), ces résultats diffèrent probablement à cause de la méthodologie utilisée ou de la taille de l'échantillon. Il faut donc noter que la privatisation n'engendre pas automatiquement une baisse du nombre d'employés.

### 3. Données et Méthodologie

#### 3.1. Les données des entreprises privatisées

Notre analyse comprend 44 entreprises privatisées oeuvrant dans des industries et des secteurs différents durant la période 1993 à 2005. Parmi les 44 entreprises, 11 ont été privatisées via une émission de titres, les autres ont été privatisées soit par un appel d'offre soit par une attribution directe. Notons que la majorité des entreprises ont été partiellement privatisées avant d'être totalement cédées au secteur privé via d'autres transferts.

Rappelons que nous effectuons trois analyses succinctes qui touchent à trois sujets différents. L'échantillon de la première analyse inclut les 44 entreprises privatisées, celui de la deuxième les 11 entreprises privatisées et introduites en bourse, finalement notre dernière analyse contient 17 entreprises. Pour cette troisième analyse nous avons 18 entreprises au départ mais à cause du manque de certaines données qui nous étaient utiles pour le calcul de certains ratios nous avons éliminé une entreprise de notre échantillon.

Pour notre première analyse, nous avons utilisé la liste des sociétés transférées que nous a fournie la Direction des Etablissements Publics et des Privatisations (DEPP) du Ministère des Finances du Maroc. L'annexe 3 présente la liste complète des entreprises privatisées pour la période étudiée et expose des informations descriptives concernant les privatisations. Nous retrouvons l'année de privatisation, la méthode d'attribution, la part du capital cédé, l'investisseur de référence et les recettes en millions de DH pour chacune des entreprises privatisées.

Concernant la deuxième analyse, nous avons disposé des informations présentées précédemment ainsi que des notes d'informations que nous ont fournies le Centre Déontologique des Valeurs Mobilières (CDVM) à Rabat (Maroc), et la DEPPP. Grâce à ces deux organismes gouvernementaux, nous avons pu obtenir des données pertinentes

concernant ces entreprises. Pour ce qui est des indices de marché (PIB, IPC et prix des actions) nous les avons obtenus à partir de EMDB (Emerging Market Database), de DATASTREAM et de la base de données du FMI (Fonds Monétaire International).

Pour notre troisième analyse, nous avons utilisé les notes d'information pour obtenir les états financiers des entreprises privatisées par une introduction boursière (SIP) pour les données pré privatisation ; la Bourse de Casablanca nous a procuré les rapports annuels de chacune des 11 entreprises pour les données post-privatisation.

Pour les entreprises non cotées en bourse, nous avons fait appel à un autre organisme, l'OMPIC (Office Marocain pour la Propriété Industrielle et Commerciale) qui met à la disposition d'adhérents des données financières d'entreprises non cotées contre un abonnement et des frais d'utilisation ; celui-ci ne détient que les données postérieures à l'année 2000. Cet organisme nous a fourni les états financiers pré puis post privatisation de 3 entreprises non listées. Le ministère des finances nous a procuré les états financiers de 4 autres entreprises non listées. Ces derniers étaient disponibles car depuis 2005 la DEPP constitue une base de données avec les informations financières des entreprises privatisées.

### 3.2. La Méthodologie d'analyse

Notre analyse cherche à établir d'une part l'évolution temporelle des privatisations par : secteur d'activité, mode d'attribution, part de capital cédé, investisseurs, recettes ventilées et d'autre part à détecter s'il y a eu sous-évaluation initial (SEI) pour les entreprises introduites en bourse ainsi qu'à évaluer la performance financière et opérationnelle des entreprises privatisées.

Pour l'analyse de la SEI, nous utilisons trois régressions dans lesquelles la variable expliquée est la sous-évaluation initiale du premier jour, de la première semaine et du premier mois. Nous avons choisis ces trois horizons pour capturer les différents niveaux de sous-évaluation pour nous placer dans une correction du titre à court terme non influencé par des événements du marché. Les équations sont les suivantes.

$$\text{SEIJ} = \alpha + \beta_1 \text{FRAC} + \beta_2 \text{TRC} + \beta_3 \text{EMP} + \beta_4 \text{LCA} + \beta_5 \text{RV} + \beta_6 \text{RFP} + \beta_7 \text{MDG} \\ + \beta_8 \text{MCPIB} + \varepsilon$$

$$\text{SEIS} = \alpha + \beta_1 \text{FRAC} + \beta_2 \text{TRC} + \beta_3 \text{EMP} + \beta_4 \text{LCA} + \beta_5 \text{RV} + \beta_6 \text{RFP} + \beta_7 \text{MDG} \\ + \beta_8 \text{MCPIB} + \varepsilon$$

$$\text{SEIM} = \alpha + \beta_1 \text{FRAC} + \beta_2 \text{TRC} + \beta_3 \text{EMP} + \beta_4 \text{LCA} + \beta_5 \text{RV} + \beta_6 \text{RFP} + \beta_7 \text{MDG} \\ + \beta_8 \text{MCPIB} + \varepsilon$$

Notons que les variables explicatives sont les mêmes pour les trois régressions.

Dans les lignes qui suivent nous décrivons toutes les variables étudiées et nous dévoilons le signe attendu des coefficients  $\beta_i$ .

**La sous-évaluation initiale (SEI)** est calculée par Jones et al. (1999). C'est la variable dépendante de notre équation. Elle est calculé suivant cette méthode :  $(P^1 - P^0) / P^0$ . Ceci est un rendement non ajusté.  $P^0$  représente le prix de l'offre et  $P^1$  le prix de clôture de la première journée, de la première semaine ou du premier mois sur le marché boursier.

**La fraction du capital vendu (FRAC)** est calculée par Jones et al. (1999) en utilisant les données disponibles dans les notes d'information des offres de privatisation. Plusieurs recherches ont montré que les gouvernements voulant vendre une fraction élevée du capital sous-évaluent l'offre. Le signe attendu devrait donc être positif puisque la SEI est positivement corrélée à la fraction du capital vendu.

**Le transfert du contrôle (TRC)** est une variable binaire qui est égale à 1 si le contrôle de l'entreprise privatisée est cédé au secteur privé ou 0 s'il ne l'est pas. Notons qu'il y a transfert de contrôle si plus de 50% du capital est privatisé. Le signe attendu pour cette variable devrait être négatif : s'il y a transfert de contrôle, l'engagement du gouvernement sera faible et donc les investisseurs seront moins inquiets et exigeront peu de sous-évaluation.

**La part réservée aux employés (EMP)** est aussi une variable binaire égale à 1 lorsqu'un pourcentage du capital de l'entreprise privatisée est réservé aux employés. Nous avons obtenu cette donnée à partir des notes d'informations des offres de privatisations. En général cette part aux employés est offerte à des termes beaucoup plus avantageux que pour les autres investisseurs. Le signe attendu du coefficient devrait être positif car si le gouvernement avantage les employés il doit compenser les autres investisseurs.

**La taille de l'entreprise (LCA)** est représentée par le logarithme du chiffre d'affaires de l'année de privatisation. Cette donnée a été recueillie à partir des états financiers des entreprises privatisées. Notons que cette mesure a déjà été utilisée dans la littérature (Jones et al., 1999). Le signe du coefficient que nous attendons devrait être négatif car plus la taille de l'entreprise est grande moins les investisseurs sont inquiets et donc ne requièrent pas une grande sous-évaluation. En effet, plus la taille est grande plus la notoriété de l'entreprise est importante et donc plus les investisseurs ont confiance en sa valeur et sa pérennité.

**La performance financière historique (RV et RFP)** est mesurée grâce à deux ratios : le RV (Rendement des Ventes – le ratio du bénéfice net sur les ventes) et le RFP (Rendement des Fonds propres – le ratio du bénéfice net sur les fonds propres). Ces ratios sont calculés à partir des états financiers précédant l'année de privatisation; ils représentent la moyenne des trois années avant la privatisation. Le signe que nous attendons pour ces deux variables devrait être négatif car lorsqu'une entreprise à une faible performance les investisseurs demandent une sous-évaluation plus élevée.

**Les dépenses gouvernementales (MDG)** sont la moyenne des ratios des dépenses gouvernementales par rapport au PIB du pays. Nous avons obtenu cette donnée à partir de la base de données du FMI. Durant une récession ou une période de croissance faible, le ratio des dépenses gouvernementales / PIB sont plus élevées; et donc plus le fardeau budgétaire du gouvernement est important, plus celui-ci se sent donc obligé de céder un pourcentage élevé du capital de l'entreprise à privatiser ; donc la sous-évaluation sera

plus grande. Nous attendons donc un signe positif pour ce coefficient. Notons que cette variable a été utilisée par Jones et al. (1999).

**La croissance économique (MCPIB)** est la moyenne de la croissance du PIB des trois années précédant la privatisation. Nous avons obtenu cette donnée à partir de la base de données du FMI. Le signe attendu pour ce coefficient est incertain. En effet, dans un contexte de croissance et de confiance économique, les investisseurs n'ont pas besoin d'incitatifs forts pour être poussés à l'investissement, et la sous-évaluation attendue est faible, d'où un signe attendu négatif. D'un autre côté, le gouvernement pourrait vouloir profiter d'un climat de confiance pour expédier la vente d'actifs peu rentables, auquel cas il encouragerait la vente par une sous-évaluation importante (signe positif). Cette variable a souvent été utilisée, Jones et al. (1999) l'ont considérée dans leur recherche.

Pour notre troisième analyse nous utilisons la même méthodologie que Boubakri et Cosset (1998), D'souza et Megginson (1999) et Megginson et al. (1994). Tout d'abord nous calculons des proxys empiriques (des mesures de performances) pour chaque entreprise sur une période de sept années (trois années précédant la privatisation puis trois années suivant la privatisation). L'année de privatisation correspond à l'année où le gouvernement vend pour la première fois une fraction du capital de l'entreprise qu'il détient. Ensuite, pour chaque proxy, nous calculons les moyennes et les médianes des trois années pré-privatisation (-3 à -1) et des trois années post-privatisation (+1 à + 3). Tout comme Boubakri et Cosset (1998) nous avons exclu l'année de privatisation car c'est une année de transition (du secteur public au secteur privé) pour l'entreprise privatisée. Lorsque nous obtenons nos moyennes et médianes nous utilisons le Wilcoxon Z-Statistic test afin de conclure si les variations dans les mesures de performances sont significatives. Ce test nous permet de tester l'hypothèse nulle que la différence moyenne entre les mesures de performance des entreprises pré-privatisations et post-privatisation est de 0.

Nous avons choisi les mesures de performances selon les données qui nous étaient disponibles. Nous avons utilisé les données comptables pour calculer nos mesures de performances. Nous avons trois groupes d'indicateurs de performance :

**La rentabilité** : cet indicateur est composé de cinq mesures : le rendement des ventes, le rendement des actifs, le rendement des fonds propres, le taux de croissance du bénéfice net et le taux de croissance des ventes. Nous prévoyons que la rentabilité des entreprises privatisées s'améliore puisque les nouveaux dirigeants doivent maximiser le bien-être des actionnaires et donc augmenter les profits.

**Le levier financier** : il est constitué de deux mesures : le ratio dette totale sur actifs totaux et la dette long terme sur fonds propres.

Puisque la majorité des recherches ont montré que le niveau d'endettement baisse suite à une privatisation, nous faisons l'hypothèse que le transfert d'une entreprise publique à une entreprise privée devrait conduire à une diminution du niveau d'endettement car l'entreprise a accès à différentes sources de financement (ex : marchés boursiers).

**La production** : elle correspond aux ventes réelles qui sont calculés par le ratio des ventes sur l'indice du prix à la consommation (cette mesure est normalisée à l'année t de la privatisation). D'après Megginson et al. (1994) le niveau de production devrait augmenter post privatisation. Nous émettons l'hypothèse que les ventes réelles suite à la privatisation devraient s'accroître.

Notons que Barber et Lyon (1995) utilisent un groupe de contrôle que nous n'appliquons pas à notre étude. Ils utilisent la procédure de matching entre une entreprise de leur échantillon (dans notre cas les entreprises privatisées) avec une entreprise comparable de la même taille, de la même industrie et avec un « book to market » comparable pour pouvoir comparer leurs deux performances. Or dans notre étude, il n'est pas possible de suivre cette méthodologie car les firmes candidates ne sont pas nombreuses (il y a peu d'entreprises listées sur le marché marocain qui soient privatisées et comparables aux entreprises de notre échantillon). Appliquer cette méthode à notre échantillon

engendrerait des possibilités de matching très limitées et nos tests ne pourraient pas être conduits.

### Tableau 3

#### Sommaire des hypothèses à tester

Ce tableau décrit les indicateurs économiques que nous utilisons dans l'analyse de la performance financière et opérationnelle des entreprises privatisées.

Nous présentons les proxys et les ratios que nous considérons. Nous exposons la direction (relation prédite) des changements dans les mesures de performance financière et opérationnelle post et pré privatisation..

Indicateurs		Proxys		Relation prédite
<b>Rentabilité</b>	Rendement des Ventes	RV	Bénéfices nets/Ventes	RV post > RV pré
	Rendement des Actifs	RA	Bénéfices nets/Actifs Totaux	RA post > RA pré
	Rendement des FP	RFP	Bénéfices nets/Fonds Propres	RFP post > RFP pré
	Taux de Croissance du Bénéfice Net	Var BN	$SQRT \left( \frac{\text{Bénéfices nets a } t=1}{\text{Bénéfices nets a } t=-3} \right) - 1$	Var BN post > Var BN pré
	Taux de Croissance des Ventes	Var Ventes	$SQRT \left( \frac{\text{Ventes a } t=1}{\text{Ventes a } t=-3} \right) - 1$	Var Ventes post > Var Ventes pré
<b>Levier Financier</b>	Dettes / Actif	TDTA	Dette totale/Total actif	TDTA post < TDTA pré
	Dettes Long Terme / FP	DLTFP	Dette Long terme/Fonds propres	DLTFP post < DLTFP pré
<b>Production</b>	Ventes réelles	VR	Ventes nominales / Indice prix de consommation (normalisées année privat.)	VR post > VR pré

## 4. Analyse des résultats

### 4.1. Introduction

Dans cette partie nous analysons les résultats empiriques obtenus pour chaque type d'analyse. Nous débutons par l'analyse de l'évolution temporelle de l'ensemble des privatisations, ensuite nous présentons les équations de la sous-évaluation des 11 entreprises cotées en bourse, finalement nous traitons de la performance opérationnelle et financière des 17 entreprises privatisées.

### 4.2. Analyse de l'évolution temporelle du programme de privatisation

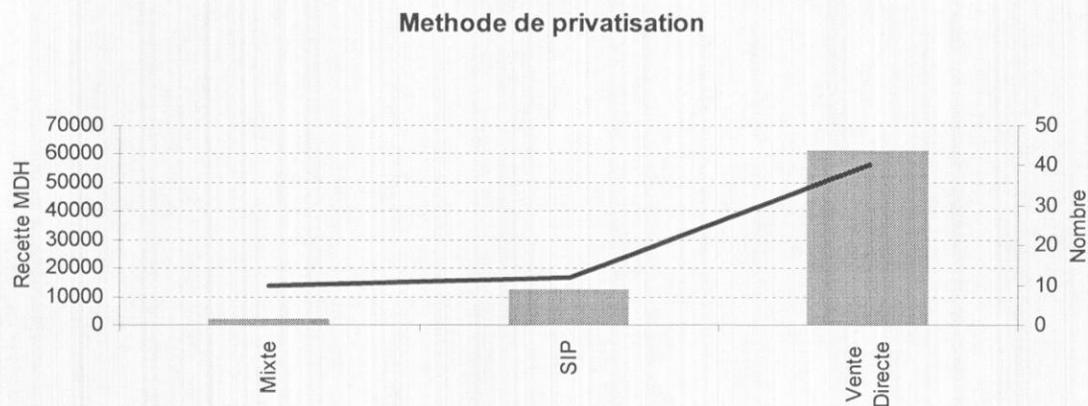
Nous allons décrire les différentes structures de privatisations qui ont été employées pendant le programme de privatisation. Durant le processus de privatisation, le gouvernement marocain a fait face à quatre décisions majeures : le choix de la méthode de transfert des entreprises étatiques, la part du capital à céder (donc décider si le transfert de contrôle doit se faire ou pas), l'évaluation du prix de l'offre et le choix des industries à privatiser.

Depuis le début du programme et jusqu'à 2005 il y a eu 79 opérations partielles de privatisations qui incluent 44 entreprises étatiques. Au Maroc, comme nous l'avons mentionné précédemment, trois méthodes de privatisations sont utilisées. Le graphique 3 ci-dessous nous permet de conclure sur la méthode de privatisation la plus employée ainsi que sur la méthode qui permet de récolter le plus d'argent.

Sur les 79 opérations de privatisations, 40 ont été transférées par la méthode de vente directe et ont saisi 61.21 milliard de DH des recettes totales, 12 ont été vendues par la méthode SIP et ont récolté 12.48 milliard de DH et 10 ont été menées par la méthode mixte et n'ont obtenu que 2.18 milliard de DH ; nous n'avons pas inclus la méthode « ventes aux salariés » mais nous pouvons déduire des chiffres précédents que 17

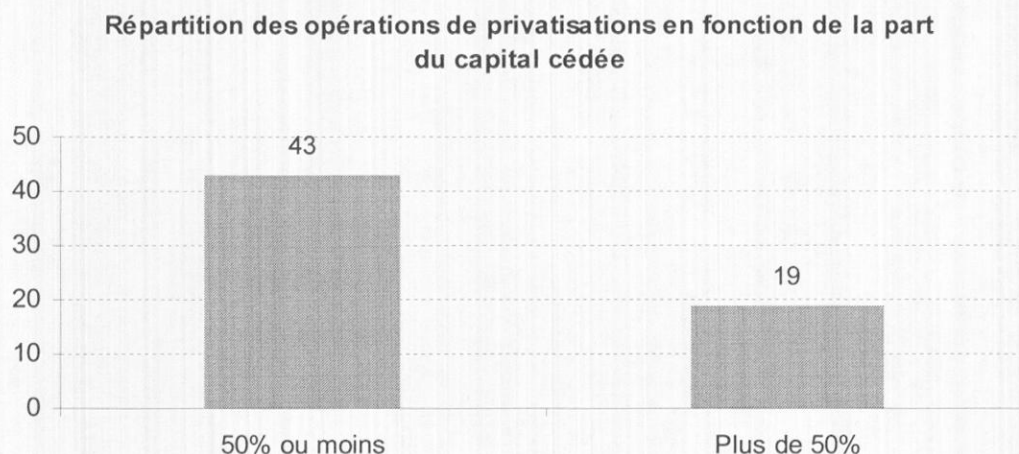
opérations de privatisation ont affecté les salariés. Jones et al. (1999) constatent aussi que la méthode de vente directe est la plus utilisée cependant c'est la méthode à prix fixe qui rassemble le plus de recettes.

### Graphique 3



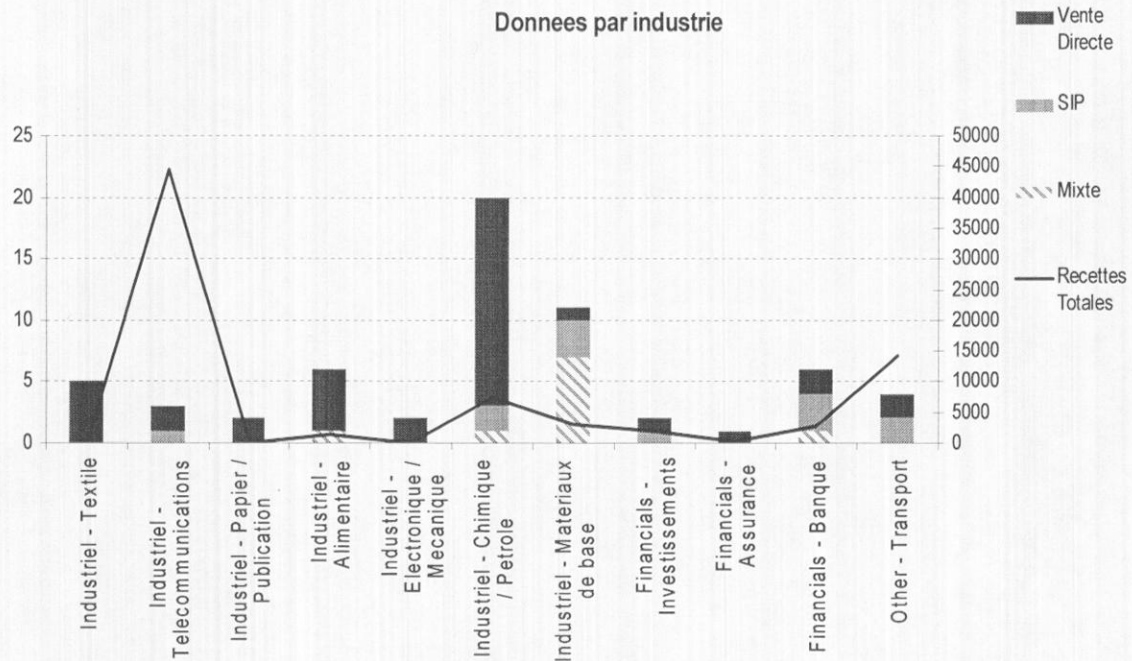
Le gouvernement marocain a été prudent dans le choix de la part du capital à céder, comme nous pouvons le remarquer, les ventes ont été réalisées en plusieurs tranches c'est-à-dire qu'il y a eu des ventes partielles puisque pour 44 entreprises le gouvernement a conduit 79 opérations. Le graphique 4 ci-dessous expose la répartition des opérations de privatisation en fonction de la part du capital cédée. Sur les 79 opérations, seulement 19 ont cédé plus de 50% du capital. D'après Jones et al. rares sont les pays qui vendent 100% de l'entreprise en une opération de privatisation. Encore une fois ce graphique n'inclut pas les opérations pour les salariés, toutefois, il faudrait indiquer que les offres aux salariés n'ont pas toujours lieu lors des opérations des privatisations ; c'est le gouvernement qui décide d'allouer une part aux salariés. Dans le cas où il y a une attribution aux salariés, les employés obtiennent des prix et des allocations préférentielles.

## Graphique 4



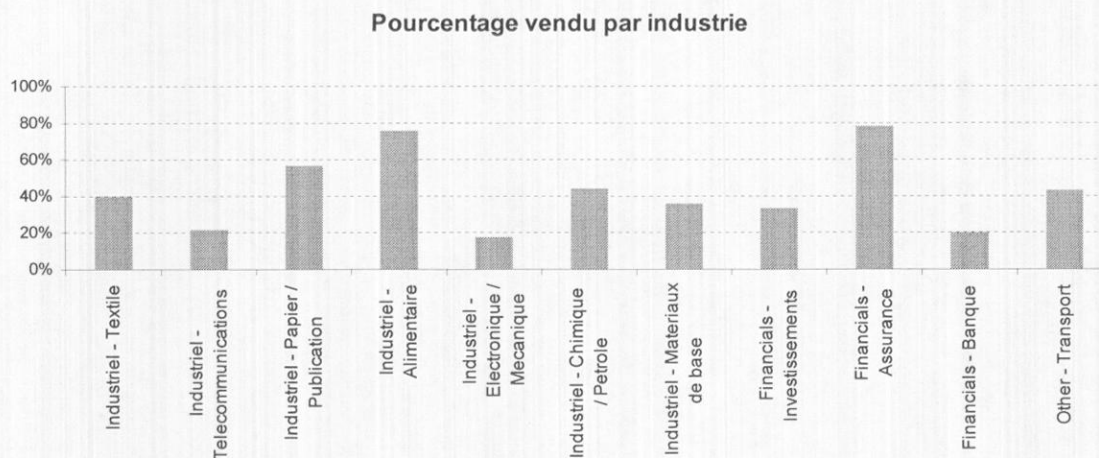
Le graphique 5 ci-dessous présente les méthodes de privatisation et le montant des recettes totales par industrie. Nous constatons que la méthode de vente directe est appliquée pour des entreprises dans des secteurs comme les télécommunications, l'industrie chimique (pétrole) ou l'agroalimentaire. Nous distinguons aussi un pic des recettes pour le secteur des télécommunications, ceci s'explique par la vente de Maroc Telecom en 2004 qui a atteint des recettes de 32.24 milliard de DH. Néanmoins, les recettes par industrie semblent être également distribuées. Les secteurs financiers (banques, assurances, fonds investissements) ainsi que les transports ont effectué leur transfert grâce à des SIP. D'après Jones et al. plusieurs pays préfèrent le transfert par SIP lorsqu'il s'agit de privatiser les larges entreprises étatiques. Cette méthode offre des avantages économiques pour les marchés des capitaux organisés et peut bénéficier aux investisseurs locaux de chaque pays. Cependant, les termes choisis pour les privatisations par les différents gouvernements restent toujours ambigus selon Jones et al. En effet, au Maroc, les motivations par exemple pour le choix de la méthode « vente directe » restent inexplicables. Ceci peut être lié au manque de maturité des marchés des capitaux dans les années 90 ou aux éventuelles relations politico-financières qui privilégient des investisseurs particuliers.

## Graphique 5



Le graphique 6 nous informe du pourcentage vendu par industrie. Les entreprises les plus privatisées se trouvent dans les secteurs financiers (79% en assurance, 33% en investissement et 20% en banque), agroalimentaires (76%) et de publications (56%). Ces pourcentages signalent un désengagement du gouvernement dans des secteurs clés du pays. Dans le cas du Maroc, les privatisations de ces entreprises étatiques ont pour but de limiter l'interaction du gouvernement avec les entreprises nouvellement privatisées.

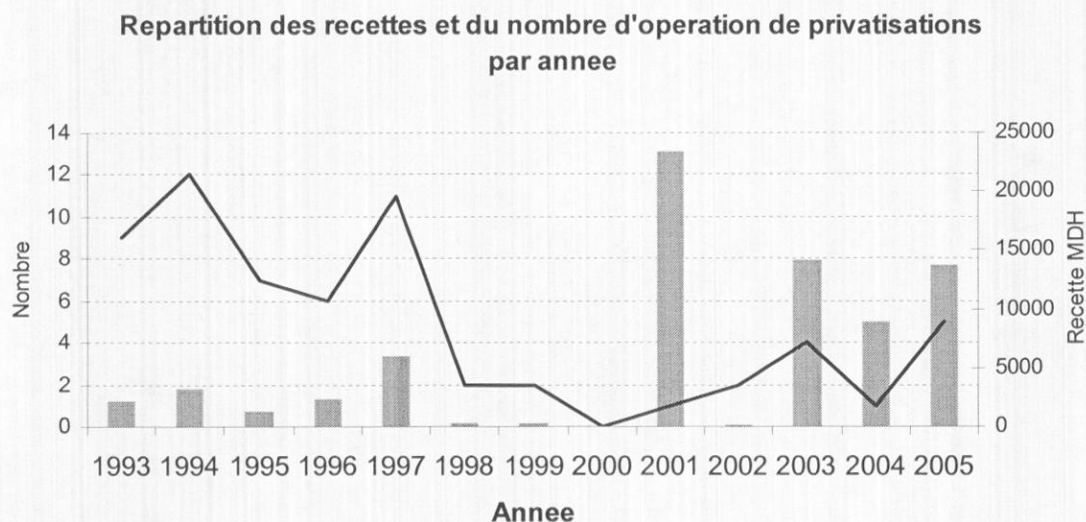
## Graphique 6



Le graphique 7 exhibe la répartition des recettes et du nombre de privatisations par année pour la période étudiée (1993-2005). Nous repérons deux pics (1994 et 1997) concernant le nombre d'opération de privatisation ; en effet, nous observons ces pics car cette période (1993-1998) correspond à la phase inaugurale du programme. En 1998 le nombre d'opération chute à 2 ; ceci explique la phase de maturation du programme. A partir de 2000 nous observons une légère augmentation du nombre d'opérations qui chute en 2004 et se stabilise en 2005. Cependant, l'année 2005 n'a pas constitué la fin de ce programme comme initialement prévu ; elle a déclenché une nouvelle vague de privatisations. Plusieurs entreprises sont périodiquement ajoutées à la liste initiale.

L'année de privatisation qui a amassé le plus de recettes correspond à l'année où MAROC Telecom fut vendue (2001), suivie de l'année 2003 puis 2005. Les recettes de la phase inaugurale furent relativement faibles.

## Graphique 7



### 4.3. Analyse des résultats des sous-évaluations initiales

Dans cette partie, nous analysons les équations des sous-évaluations initiales pour le premier jour, la première semaine et le premier mois suivant la cotation. La sous-évaluation moyenne de notre échantillon est de 13% pour le premier jour, 25% pour la première semaine et 34% pour le premier mois. Notons que ces chiffres sont comparables à ceux qui ont été trouvés dans la littérature.

Nous commençons tout d'abord par analyser la régression de base, suivie des autres régressions pour lesquelles nous retirons les variables corrélées jusqu'à obtenir un modèle explicatif. Nous revenons sur le signe attendu des coefficients et comparons nos résultats avec ceux de différentes études dans divers pays. Enfin nous concluons chaque partie et proposons une interprétation de nos résultats.

#### 4.3.1. Equation expliquant la SEIJ (sous-évaluation initiale un jour suivant la cotation)

Rappelons que l'équation de base (SEIJ-1) est la suivante :

$$\text{SEIJ} = \alpha + \beta_1 \text{FRAC} + \beta_2 \text{TRC} + \beta_3 \text{EMP} + \beta_4 \text{LCA} + \beta_5 \text{RV} + \beta_6 \text{RFP} + \beta_7 \text{MDG} \\ + \beta_8 \text{MCPIB} + \varepsilon$$

où

FRAC = fraction du capital vendu

TRC = transfert de contrôle

EMP = part réservée aux employés

LCA = logarithme du chiffre d'affaire

RV = rendement des ventes

RFP = rendement des fonds propres

MDG = moyenne des dépenses gouvernementales

MCPIB = moyenne du taux de croissance du PIB

Nous obtenons les signes prédits pour les coefficients de EMP, LCA, RV, MDG, et les signes opposés pour FRAC, TRC et RFP pour lesquelles nous tenterons d'expliquer le signe obtenu.

*La fraction du capital vendu (FRAC) :* Le coefficient de FRAC est négatif, ce qui contredit nos prévisions et les conclusions des autres études. Il semblerait que, lorsque le gouvernement marocain privatise un grand pourcentage du capital d'une entreprise, il résiste à perdre une trop grande partie de revenus potentiels et n'offre pas une grande sous-évaluation. Ceci contredit ce que Jones et al. (1999) ont trouvé : le pourcentage du capital vendu est positivement et significativement (à 5%) relié au rendement initial dans l'équation de la demande telle qu'ils l'ont analysée.

*Le transfert de contrôle (TRC) :* Contrairement à nos prévisions, le signe du coefficient de TRC est positif. Cette variable est fortement liée à l'interférence du gouvernement telle que pressentie par les investisseurs. Dans les pays en voie de développement, comme le Maroc, malgré un transfert de contrôle apparent, le gouvernement est pressenti comme continuant à interférer dans les affaires de l'entreprise privatisée, ce qui le pousse à en sous-évaluer la cotation initiale. Alors que Jones et al. (1999) confirment l'opposé :

dans les pays développés les gouvernements qui transfèrent le contrôle envoient un bon signal aux investisseurs ; ces derniers ne requièrent pas une grande sous-évaluation.

*La part réservée aux employés (EMP)* : Le signe, positif, est conforme à nos prévisions.

*Taille de l'entreprise (LCA)* : Nous obtenons un coefficient négatif comme nous l'avons prédit. En effet plus l'entreprise est grande moins elle est risquée (selon la théorie de l'asymétrie d'information). Nos résultats sont similaires à ceux de Jones et al. (1999) ; ces derniers trouvent aussi une relation positive et significative entre la taille de l'entreprise et la sous-évaluation.

*Les rendements de ventes (RV)* : comme nous l'avons prévu, le coefficient de cette variable explicative est négatif. Lorsque l'efficience d'une entreprise est faible, le rendement généré par ses ventes (ratio Bénéfice Net sur Ventes) est faible. Pour les investisseurs, une telle entreprise est risquée et donc une sous-évaluation initiale plus élevée est requise. Ainsi, lorsque le gouvernement veut privatiser une entreprise dont la performance historique est faible celui-ci doit offrir une plus grande sous-évaluation.

*Les rendements des fonds propres (RFP)* : le coefficient relié à cette variable est positif, ce qui est contraire à nos prévisions, mais cela pourrait être expliquée de la façon suivante : d'après Jones et al. (1999) les gouvernements sont prêts à sous-évaluer les entreprises étatiques pour accomplir certains objectifs politiques et économiques au lieu de vouloir maximiser les recettes de privatisation. Cette explication est fort plausible pour le cas du Maroc où les objectifs politiques restent prépondérants, ce qui peut entraîner une sous-évaluation importante malgré des rendements de fonds propres significatifs.

*La moyenne des dépenses gouvernementales (MDG)* : contrairement aux résultats de Jones et al., (1999) le coefficient de cette variable est positif comme nous l'avons prédit. Les investisseurs demandent donc une sous-évaluation initiale plus élevée lorsque les dépenses gouvernementales sont considérables. Des DG importantes signaleraient ainsi un risque pour les investisseurs. Jones et al. justifient le signe négatif de leur coefficient

par le fait que les gouvernements populistes (c'est-à-dire un gouvernement qui est plus motivé par les revenus de la privatisation que par les avantages économiques qu'elle pourrait engendrer) préfèrent ne pas sous-évaluer leur offres afin d'augmenter leur revenus. Cette explication insinuerait alors que le gouvernement marocain recherche les bienfaits à long terme de la privatisation au lieu de rechercher des revenus à court terme.

Nous n'obtenons aucun coefficient significatif dans notre équation de base SEIJ-1. Nous spéculons que cela provient d'une multi colinéarité entre certaines variables. Pour cela nous produisons une table de corrélation. En effet, la table de corrélation révèle des coefficients de corrélation élevés. La table de corrélation se trouve dans l'annexe 2.

D'autres méthodes auraient pu être utilisées pour déceler la multi collinearité. Dans leur livre, Belsley et al. (1980) décrivent toutes les étapes nécessaires afin de détecter la multi colinéarité et présentent un historique des méthodes qui ont été appliquées; Plusieurs d'entre elles, telles les « bunch maps », la technique de Farrar et Glauber ou encore les « eigenvalues et eigenvectors » n'ont pas complètement réussi à diagnostiquer la présence de colinéarité ou du moins à évaluer les désavantages potentiels qu'elles peuvent engendrer. Cependant une méthode nommée la « singular value decomposition » semble mieux tester pour la colinéarité. Deux conditions nécessaires sont requises pour déterminer une colinéarité : une valeur avec un indice de conditionnement ( $k$ ) élevé qui est associé à une grande proportion de « variance décomposition » pour deux (ou plus) des coefficients de variance estimés de la régression. Cet indice de conditionnement permet d'obtenir l'indice de colinéarité qui peut être décomposé telle la décomposition de la variance. Ainsi l'existence de colinéarité est attestée par l'indice de multicollinéarité. Nous nous sommes limités aux coefficients de corrélation par simplicité. Il serait peut être intéressant de refaire cette analyse en utilisant cette méthode et de voir si des changements majeurs ont lieu.

Nous avons donc exécuté différentes régressions pour analyser les déterminants de la SEIJ. Nous avons tout d'abord retiré de l'équation de base la variable « transfert de contrôle » (TRC) à cause de coefficients de corrélations élevés d'environ -0.72 et 0.73

(avec le logarithme du chiffre d'affaire (LCA) et le taux de croissance du PIB (MCPIB) respectivement). Une fois TRC retiré nous exécutons une nouvelle régression (SEIJ-2) et obtenons trois coefficients significatifs à 10% à savoir: le rendement des ventes (RV), le rendement des fonds propres (RFP) et les dépenses gouvernementales (MDG). Soulignons que le  $R^2$  ajusté de cette régression est de 0.56. Nous exposons ci-dessous les résultats de notre deuxième régression (SEIJ-2). Pour faciliter la lecture des résultats nous avons inclus un tableau récapitulatif pour toutes les régressions dans l'annexe 1.

## Tableau 4

### Régression de base SEIJ

Ce tableau décrit la régression de base de la sous-évaluation initiale un jour suivant la cotation. Ce tableau présente les coefficients et les P-values de chaque variable.

Regression	
Variable dépendante = sous-évaluation initiale	<i>SEIJ</i>
<b>Constante</b>	-0.8421 0.8165
<b>FRAC</b>	-1.945 0.6130
<b>TRC</b>	0.1552 0.8449
<b>EMPL</b>	0.1743
<b>LCA</b>	-0.2794 0.3739
<b>MRV</b>	-9.4804 0.1393
<b>MRFP</b>	3.3988 0.1735
<b>MCPIB</b>	-4.8268 0.8087
<b>MDG</b>	44.4477 0.1723
<b>R<sup>2</sup> ajusté</b>	0.3581
<b>Nombre d'observations</b>	11
<b>F-statistic</b>	1.6974

(\*\*\*) pour coefficient significatif à 1%

(\*\*) pour coefficient significatif à 5%

(\*) pour coefficient significatif à 10%

## Tableau 5

### Régression SEIJ-2

Ce tableau décrit la régression pour laquelle nous avons retiré une variable explicative : TRC. Ce tableau présente les coefficients et les P-values de chaque variable

Regression	
Variable dépendante = sous-évaluation initiale	<i>SEIJ-2</i>
<b>Constante</b>	-0.3885 0.8601
<b>FRAC</b>	-1.485 0.5266
<b>EMPL</b>	0.2056 0.3977
<b>LCA</b>	0.3175 0.1176
<b>MRV</b>	-9.3933 <b>0.0635*</b>
<b>MRFP</b>	3.5309 <b>0.0677*</b>
<b>MCPIB</b>	-1.5895 0.8553
<b>MDG</b>	45.2779 <b>0.0796*</b>
<b>R<sup>2</sup> ajusté</b>	0.5615
<b>Nombre d'observations</b>	11
<b>F-statistic</b>	2.8295

(\*\*\*) pour coefficient significatif à 1%

(\*\*) pour coefficient significatif à 5%

(\*) pour coefficient significatif à 10%

Toujours en se basant sur notre table de corrélation, nous retirons une autre variable qui paraît être fortement corrélée avec la variable transfert de contrôle (TRC) : la moyenne du taux de croissance du PIB (MCPIB). Nous exécutons une quatrième régression (SEIJ-4) ;

notons que lorsque ces deux variables (TRC et MCPIB) sont retirés notre  $R^2$  ajusté passe de 0.56 à 0.66 et nos trois variables qui étaient significatives à 10% sont maintenant significatives à 5%. Le rendement des ventes, le rendement des fonds propres et les dépenses gouvernementales expliquent donc mieux la sous-évaluation initiale une fois que l'on retire TRC et MCPIB. Il faut ajouter à cela que notre variable « taille de l'entreprise » (LCA) devient significative à 10%.

## Tableau 6

### Régression SEIJ-4

Ce tableau décrit la régression pour laquelle nous avons retiré deux variables explicatives : TRC et MCPIB. Ce tableau présente les coefficients et les P-values de chaque variable

Regression	
Variable dépendante = sous-évaluation initiale	<b>SEIJ-4</b>
<b>Constante</b>	-0.5293 0.7649
<b>FRAC</b>	-1.613 0.4021
<b>EMPL</b>	0.2042 0.3248
<b>LCA</b>	-0.3220 <b>0.0624*</b>
<b>MRV</b>	-9.6025 <b>0.0234**</b>
<b>MRFP</b>	3.5731 <b>0.0299**</b>
<b>MDG</b>	46.3347 <b>0.0322**</b>
<b>R2 ajusté</b>	0.6668
<b>Nombre d'observations</b>	11
<b>F-statistic</b>	4.3358

(\*\*\*) pour coefficient significatif à 1%

(\*\*) pour coefficient significatif à 5%

(\*) pour coefficient significatif à 10%

Notons que nous ne mentionnons pas la SEIJ-3 car celle-ci n'est pas très explicative, cependant les résultats de cette régression figure dans le tableau récapitulatif de l'analyse 2 en annexe 1.

Notons aussi que dans notre étude le transfert de contrôle n'a pas d'impact sur la sous-évaluation des entreprises privatisées puisque aucun coefficient n'est significatif. Cela pourrait être attribué à la taille de notre échantillon ou à une spécificité marocaine.

#### 4.3.2. Equation expliquant la SEIS (sous-évaluation initiale une semaine suivant la cotation)

Rappelons que l'équation de base (SEIS-1) est la suivante :

$$\text{SEIS} = \alpha + \beta_1 \text{FRAC} + \beta_2 \text{TRC} + \beta_3 \text{EMP} + \beta_4 \text{LCA} + \beta_5 \text{RV} + \beta_6 \text{RFP} + \beta_7 \text{MDG} + \beta_8 \text{MCPIB} + \varepsilon$$

Encore une fois nous n'obtenons aucun coefficient significatif pour l'équation de base SEIS-1 (voir résultats en annexe 1). Il faut aussi noter que le signe des coefficients ne change pas à travers les différentes régressions que nous conduisons.

Le coefficient de FRAC est négatif, ce qui contredit nos prévisions et les conclusions des autres études. Il semblerait que, lorsque le gouvernement marocain privatise un grand pourcentage du capital d'une entreprise, il résiste à perdre une trop grande partie de revenus potentiels et n'offre pas une grande sous-évaluation. Ceci contredit ce que Jones et al. ont trouvé : le pourcentage du capital vendu est positivement et significativement (à 5%) relié au rendement initial dans l'équation de la demande telle qu'ils l'ont analysée.

Tout comme pour SEIJ, nous tenons compte de la table de corrélation afin d'éliminer les variables corrélées entre elles. Nous commençons tout d'abord par retirer TRC et exécutons une régression (SEIS-2). RV, RFP et DG deviennent alors significatives à 5% et LCA à 10%. Ces mêmes variables étaient significatives au même degré dans SEIJ-4. Ces résultats renforcent les valeurs trouvées précédemment et nous permettent de conclure que le rendement des ventes, le rendement des fonds propres et les dépenses gouvernementales expliquent la sous-évaluation des privatisations. Le  $R^2$  ajusté la SEIS sans TRC (SEIS-2) est de 0.71 alors qu'il était seulement de 0.56 pour la SEIJ sans TRC (SEIJ-2).

Toujours en se basant sur notre table de corrélation, nous retirons FRAC car cette variable est négativement corrélée à RV avec un coefficient de -0.61. Une fois retiré cette variable, nous exécutons une nouvelle régression. Les RFP et DG sont redevenus significatif à 10% alors que RV continue à être significatif à 5%. Par contre le LCA n'est plus significatif. Le  $R^2$  ajusté passe à 0.63 (SEIS-3). Nous essayons une dernière possibilité qui est de retirer TRC et MCPIB comme nous l'avons fait pour la SEIJ-4. Cette régression semble être la plus explicative : RV devient significatif à 1%, RFP et DG restent toujours significatif à 5% et le LCA devient significatif à 5%. Notre  $R^2$  ajusté augmente à 0.76.

#### **4.3.3. Equation expliquant la SEIM (sous-évaluation initiale un mois suivant la cotation)**

Afin d'éviter toute répétition nous signalerons seulement les résultats qui diffèrent des deux autres régressions. Notons que le processus que nous entreprenons est le même, c'est-à-dire que nous commençons par faire notre régression de base puis nous établissons une table de corrélation, enfin nous retirons les variables corrélées.

Les résultats sont similaires à ceux des régressions précédentes. Lorsqu'on retire TRC et PIB, TRC et FRAC nos variables explicatives restent toujours significatives. Comme nous l'avons conclu précédemment, ces variables sont : la taille de l'entreprise (LCA), le rendement des ventes (RV), le rendement des fonds propres (RFP) et les dépenses gouvernementales (DG). Le signe de ces coefficients est stable à travers toutes les régressions.

#### **4.4. Analyse des résultats de la performance financière et opérationnelle des entreprises privatisées**

Dans cette partie nous étudions la performance financière et opérationnelle de 17 entreprises privatisées. Nous traitons des changements intervenus dans leurs performances financières et opérationnelles suite à leurs privatisations.

Le tableau 8 présente les résultats empiriques des changements dans la performance financière et opérationnelle des entreprises privatisées. Nous présentons les moyennes et les médianes des 3 années précédant puis suivant la privatisation. Nous indiquons le nombre d'observations pour chaque mesure de performance puis nous présentons la variation dans leurs valeurs moyennes et médianes. Enfin nous présentons les résultats du test de Wilcoxon, le Z- test, pour déceler la significativité de la différence entre moyennes.

Nous allons procéder à la présentation des résultats pour chaque indicateur :

#### **4.4.1. La rentabilité**

Les résultats des mesures de rentabilité (rendement des ventes, rendement des actifs, rendement des fonds) démontrent des augmentations moyennes non significatives. Pour la mesure des rendements des ventes nous observons une variation de la moyenne de 0.58%, 0.26% pour le rendement des actifs et 18.56% pour le rendement des fonds propres. Quant au taux de croissance du bénéfice net on remarque une légère baisse non significative de -0.1%. Néanmoins, le taux de croissance des ventes montre un changement positif significatif. Nous notons une amélioration moyenne significative de 6.35%. En effet le taux de croissance des ventes passe de 3.98% pour la période pré privatisation à 10.33% durant la période post privatisation. Le test de Wilcoxon nous permet de conclure que cette amélioration est significative au niveau de 5%. Ce résultat prouve que les entreprises marocaines ont amélioré leur taux de croissance des ventes. La privatisation semble avoir contribué à l'amélioration de la rentabilité de l'entreprise.

Toutefois même si les moyennes des mesures de rentabilité (mise à part celle du taux de croissance du bénéfice net) augmentent suite à la privatisation comme nous l'avons prédit, les changements ne sont pas significatifs pour quatre mesures (parmi les cinq) que nous avons sélectionnées. Nous attribuons cela à la taille de notre échantillon.

#### **4.4.2. Le levier financier**

Pour ce qui est des mesures d'endettement, c'est-à-dire les ratios de la dette totale sur les actifs totaux et de la dette à long terme sur les fonds propres, nous observons des diminutions moyennes et médianes non significatives. Le ratio moyen (médian) de la dette total sur les actifs totaux passe de 57.34% (57.15%) à 55.48% (55.58%) soit une variation négative de 1.86% (1.57%); de plus, le ratio de la dette à long terme sur les fonds propres passe d'une moyenne (médiane) 98.14% (94.97%) à 95.64% (92.01%). La direction des changements est en accord avec ce que nous avons désiré et prédit cependant elle n'est pas significative. Encore une fois cela pourrait être dû a la taille de l'échantillon.

#### **4.4.3. La production**

La production des entreprises privatisées de notre échantillon mesurée par les ventes réelles accuse une légère augmentation moyenne (médiane) de 3.36% (2.82%) mais qui n'est pas significative. Comme il a été prouvé dans la littérature, ce résultat confirme la direction du changement que nous avons prédite pour cette mesure de performance. En effet plusieurs études ont montré que suite à la privatisation, la productivité des entreprises privatisées augmente car elles ont accès à des sources de financement plus nombreuses et font face à une plus forte concurrence.

Tableau 7

### Les changements dans la performance financière et opérationnelle des entreprises privatisées

Ce tableau présente les résultats empiriques des changements dans la performance financière et opérationnelle des entreprises privatisées. Les mesures de performance sont le rendement des ventes, le rendement des actifs, le rendement des fonds propres, le taux de croissance du bénéfice net, le taux de croissance des ventes, les ventes réelles et les ratios de dettes sur actif, dettes à long terme sur fonds propre. Nous présentons les moyennes et les médianes des 3 années précédant puis suivant la privatisation. Nous indiquons le nombre d'observation pour chaque mesure de performance puis nous présentons la variation dans leurs valeurs moyennes et médianes. Enfin nous présentons les résultats du test de Wilcoxon, le Z-test, pour déceler la significativité de la différence entre moyennes.

(\*\*\*) coefficients significatifs à 1%, (\*\*) coefficients significatifs à 5%, (\*) coefficient significatif à 10%.

	Moyenne Avant (Mediane)	Moyenne Après (Mediane)	N	Variation de Moyenne (Mediane)	Z-Statistic Différence Moyennes (Après - Avant)
<b>Rentabilité</b>					
Rendement des Ventes	0.0736 0.0820	0.0794 0.0763	17	0.0058 -0.0058	-0.1393 0.4446
Rendement des Actifs	0.0462 0.0527	0.0488 0.0451	17	0.0026 -0.0076	-0.0788 0.4686
Rendement des FP	0.1088 0.1817	0.2944 0.2896	17	0.1856 0.1079	-1.1264 0.1300
Taux de Croissance du Bénéfice Net	0.2875	0.2776	17	-0.0099	0.0249 0.4901
Taux de Croissance des Ventes	0.0398	0.1033	17	0.0635	-1.6338 <b>0.0511**</b>
<b>Levier Financier</b>					
Dettes / Actif	0.5734 0.5715	0.5548 0.5558	17	-0.0186 -0.0157	0.2196 0.4131
Dettes Long Terme / FP	0.9814 0.9497	0.9564 0.9201	17 17	-0.0251 -0.0296	0.0404 0.4839
<b>Production</b>					
Ventes réelles = Ventes/indice de prix de conso	1.0454 1.0477	1.0790 1.0759	17 17	0.0336 0.0282	-0.3755 0.3536

## 5. Conclusion

Durant ces dernières années le phénomène de privatisation a pris de l'ampleur dans tous les pays, qu'ils soient développés ou en voie de développement, privatisent. Plusieurs recherches se sont donc penchées sur ce phénomène et ont étudié tous ses aspects (conséquences, succès, déterminants etc). Certaines études se sont concentrées sur certaines régions du globe, d'autres sur des pays en particulier et finalement plusieurs ont comparé ce phénomène dans les pays développés et en voie de développement.

La région du Maghreb a connu ce phénomène depuis les années 80 mais très peu d'études se sont attardées à l'étudier ou à l'analyser pour chaque pays de cette région. Nous avons donc décidé d'entreprendre une analyse exhaustive du programme de privatisation au Maroc.

Dans cette étude qui couvre la période de 1993 à 2005, nous avons dans un premier temps évalué l'évolution (recettes amassées, méthode de privatisation utilisée, industries privatisées) de ce programme depuis son instauration, puis nous avons analysé les déterminants de la sous-évaluation initiale des 11 entreprises privatisées et introduites en bourse (SIP), enfin nous avons comparé les performances financières et opérationnelles pré et post privatisation de 17 entreprises.

Nos résultats démontrent que les recettes amassées durant cette période se chiffrent à 77 milliards de DH, que le gouvernement est prêt à privatiser des secteurs clés via sa méthode préférée : la vente directe.

L'étude des déterminant de la sous-évaluation initiale montre bien que les SIP sont sous-évaluées. Cette sous-évaluation se révèle être plus élevée un mois après l'introduction en bourse des entreprises, atteignant 34%. Les coefficients des rendements des ventes, des rendements de fonds propres, des dépenses gouvernementales et la taille de l'entreprise sont significatifs à travers les régressions 2, 3 et 4 expliquant ainsi le niveau de la sous-évaluation initiale d'un jour, d'une semaine et d'un mois suivant l'introduction en bourse.

Dans notre étude le transfert de contrôle n'explique pas la sous-évaluation initiale contrairement à ce qu'ont prouvé plusieurs études.

Quant à l'étude de performance financière et opérationnelle nous avons documenté des changements moyens (médians) positifs mais non significatifs pour les indicateurs de production et de rentabilité ; néanmoins, une seule mesure de rentabilité, le taux de croissance des ventes, démontre une nette amélioration significative suite à la privatisation. Les variations pour les ratios moyens et médians de levier sont négatifs mais non significatifs. La privatisation ne semble pas avoir fonctionné comme nous l'avons prévu ou comme ce qui a été démontré dans la littérature du point de vue financier et opérationnelle.

Notre étude présente évidemment quelques limites au point de vue empirique. Nos résultats devraient donc être interprétés de manière prudente. Nous l'avons mentionné auparavant, la taille de notre échantillon est du moins la lacune la plus importante, particulièrement lors de l'analyse de la performance financière et opérationnelle. Les résultats pour cette analyse ont démontré très peu de significativité. Nous sommes persuadés qu'avec un nombre plus élevé d'entreprises dans notre échantillon nous serions parvenus à avoir de meilleurs résultats. Aussi, le manque de données nous a empêchés de calculer d'autres indicateurs, telle : l'efficacité, les dépenses d'investissement, l'emploi et les dividendes, qui sont étudiés dans la littérature. Ces données nous auraient permis d'avoir une étude plus pertinente sur la performance des entreprises post privatisation. Il serait donc très intéressant de refaire cette partie avec des données complètes (il faudra tout de même attendre que l'OMPIC complète sa base de donnée).

Quant aux déterminants de la sous-évaluation initiale, d'autres indicateurs utilisés par Megginson et al. (1994) auraient pu être ajoutés si les données étaient disponibles. Les variables qui pouvaient être considérés sont le Gini coefficient, le pourcentage offert aux étrangers, l'indice de liberté économique (Index of economic freedom) et le déficit du gouvernement en pourcentage par rapport au PIB. Cette dernière variable était disponible dans la base de données du FMI mais nous avons décidé de ne pas l'inclure à cause de la

petite taille de notre échantillon. En effet nous n'aurions pas ajouté autant de variables explicatives pour un échantillon de 11 entreprises. Il serait certes intéressant de combiner les SIP des pays du Maghreb afin d'avoir un plus grand échantillon et faire une étude qui compare ces pays en utilisant toutes les variables mentionnées précédemment ainsi que celle de notre modèle. Les recherches futures devraient parvenir à analyser le phénomène de privatisation au Maroc sous toutes ses formes.

En somme le processus de privatisation, bien que complexe, est généralement bien organisé et mène à des aboutissements positifs. Malgré ses limites, cette étude contribue à la littérature qui traite du phénomène de la privatisation.

## **Références Bibliographiques**

Allen, Franklin., et Gerald Faulhaber, 1989, "Signaling by Underpricing in the IPO Market," *Journal of Financial Economics*, 23 (2), 303-323.

Barber, Brad et John D. Lyon, 1995, "Detecting abnormal operating performance: The empirical power and specification of test statistics," *Journal of Financial Economics*, 41, 359-399.

Baron P. David, 1982, "A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues," *The Journal of Finance*, 37 (4), 955-976.

Barry, Christopher, 1989, "Initial Public Offering Underpricing: The Issuer's View-A comment," *The Journal of Finance*, 44 (4), 1099-1103.

Belghazi, Saad, 1996, « L'Expérience de Privatisation au Maroc », Centre National de Documentation au Maroc : BdD de Développement Economique et Social, <http://doc.abhatoo.net.ma/doc/> ; [doc.abhatoo.net.ma/doc/IMG/pdf/privatisation.pdf](http://doc.abhatoo.net.ma/doc/IMG/pdf/privatisation.pdf)

Belsley, David; Edwin Kuh et Roy E. Welsch, 1980, "Regression Diagnostics: Identifying Influential Data and Sources of Collinearity," New York: John Wiley & Sons.

Benveniste, Laurence., et Paul A. Spindt, 1989, "How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues," *Journal of Financial Economics*, 24, 343-361.

Boardman, Anthony E.; Claude Laurin et Aidan Vining, 2000. "Privatization in Canada: Operating, Financial and Stock Price Performance with International Comparisons," working paper, U. British Columbia, Vancouver.

Bortolotti, Bernardo; Marcello Fantini et Domenico Siniscalco, 1999, "Privatisation: Politics, Institutions, and Financial Markets," working paper, FEEM, Milan.

Boubakri, Narjess et Jean-Claude Cosset, 1998, "The Financial and Operating Performance of Newly- privatized Firms: Evidence from Developing Countries," *Journal of Finance*, 53, 1081-110.

Boubakri, Narjess and Jean-Claude Cosset, 2000, "The Aftermarket Performance of Privatization Offerings in Developing Countries," École des Hautes Études Commerciales, Groupe de recherché en Finance.

Boutchkova, Maria et William Megginson, 2000, "Privatization and the rise of global markets," *Financial Management*.

Boycko, Maxim; Andrei Shleifer, et Robert Vishny, 1994, "Voucher Privatization," *Journal of Financial Economics*, 35, 309-19

Brada, Josef, 1996, "Privatization Is Transition-Or Is it?" *Journal of Economic Perspectives*, 10, 67-56.

Bradley, Daniel. J., et Bradford D. Jordan, 2002, "Partial Adjustment to Public Information and IPO Underpricing," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 37,595-616.

Brennan, Michael. J, et Julian. Franck, 1997, "Underpricing, Ownership and Control in Initial Public Offerings of Equity Securities in the UK," *Journal of Financial Economics*, 45, 1105-1131.

Choi , Seug-Doo et Sang Nam, 1998, "The Short-Run Performance of IPOs of Privately and Publicly Owned Firms:International Evidence," *Multinational Finance Journal*, 2 (3), 225-244.

Dewenter, Kathryn L.et Paul H. Malatesta, 1997, "Public Offerings of State owned and Privately-owned Enterprises: an international comparison," *Journal of finance*, 52, 1659-1679.

Djankov, Simeon et Peter Murrel, 2002, "Enterprise Restructuring in Transition: A Quantitative Survey," *Journal of Economic Literature*, 40, 739-792.

D'Souza, Juliet et William L. Megginson, 1999, "The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms in the 1990s," *Journal of Finance*, 54, 1397-438.

Ehrlich, Isaac; Georges Gallais-Hamonno, Zhiqiang Liu, Randall Lutter, 1994, "Productivity Growth and Firm Ownership: An Empirical Investigation," *Journal of Political Economic*, 102, 1006-38.

Ellul, Andrew, et Marco Pagano, 2006, "IPO Underpricing and After-Market Liquidity.," *The Review of Financial Studies* 19(2): 381-421.

Ernst, Ulrich F.W; Nelson Edwards, Deborah Gladstone, Peter Gregory et Tyler Holt. 1999. "Assessing the impacts of privatization: the experience of Morocco". *US Agency for International Development*.

Field, C. Laura, et Dennis. P. Sheehan, 2003, "IPO Underpricing and Outside Blockholdings," *Journal of Corporate Finance*, 10, 263-280.

Galal, Ahmed ; Leroy Jones, Pankaj Tandon et Ingo Vogelsang, 1992, "Welfare Consequences of Selling Public Enterprises," The World Bank, Washington, D.C.

Grinblatt, Mark, et Chuan Huang Yang, 1989, "Signalling and the Pricing of New Issues." *The Journal of Finance*, 44 (2), 393-420.

Guide de la Privatisation, 2005, Ministère des Finances, Maroc.

Huang Qi et Richard Levich, 1999, "Firms Underpricing of New Equity Offerings by privatized firms: An international Test", New York University, New York.

Ibbotson, R., J. Sindelar, et Jay. Ritter, 1994, "The Market's Problems with the Pricing of Initial Public Offerings," *Journal of Applied Corporate Finance*, 7, 66-74.

Jones Steven L; William L. Megginson, Robert C. Nash et Jeffrey M. Netter, 1999, "Share Issue Privatizations as Financial Means to Political and Economic Ends", *Journal of Financial Economics*, 53, 217-53.

La Porta, Rafael; Florencio Lopez-de-Silanes et Andrei Shleifer, 2000, "Government Ownership of Banks," NBER Working Paper 7620, Cambridge, MA.

La Porta et Lopez de Silanes, 1999, "The Benefits of Privatization: Evidence from Mexico", *Journal of Economics*, 114 (4), 1193-242.

Loughran, Tim, and Jay R. Ritter, 2002, "Why don't Issuers get Upset about Leaving Money on the Table in IPO's?" *The Review of Financial Studies*, 15 (2): 413-443.

Loughran, Tim., and Jay R. Ritter, 2004, "Why has IPO Underpricing Changed over Time," *Financial Management*, 33(3), 5-37.

Marshall, Beverly, 2004, "The Effect of Firm Financial Characteristics and the Availability of Alternative Finance on IPO Underpricing," *Journal of Economics and Finance* 28 (1), 88-103.

Megginson William et Netter J.M., 2001, "From State to Market: A survey of empirical studies on privatization", *Journal of Economic Literature* 34, 321-389.

Megginson, William; Robert Nash, Jeffrey Netter et Annette Poulsen, 2000. "The Choice between Private and Public Markets: Evidence from Privatizations," working paper, U. Georgia.

Megginson, William; Robert, Nash et Matthias Van Randenborgh, 1994, "The Financial and operating performance of newly privatized firms: An international empirical analysis," *Journal of Finance*, 49, 403-452.

Menyah, Kojo et Khrishna Paudyal , 1996, "Share Issue Privatisations: The UK Experience," Empirical Issues in Raising Equity Capital. Mario Levis. Ed Amsterdam: Elseiver Science.

Omran, Mohamed, 2004, "Performance Consequences of Privatizing Egyptian State-Owned Enterprises: The effect of Post Privatization Ownership Structure on firm performance",

Perotti, Enrico, 1995, "Credible Privatization," *The American Economic Review*, 85 (4), 847-859.

Price Waterhouse, 1989, "Privatization: Learning the lessons from the UK Experience." London: Price Waterhouse.

Rock, K., 1986, "Why New Issues are Underpriced", *Journal of Financial Economics* 15: 187-212.

Stoughton, A. E., 2000, "IPO's - Mechanisms, Monitoring and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 49, 45-77.

Tian, George Lihui, 2000, "State Shareholding and Corporate Performance: A Study of a Unique Chinese Data Set," working paper, London Business School.

World Bank, "Bureaucrats in Business. The economics and politics of government ownership", 1995, (a world bank policy research report) Washington, DC: *The World Bank*.

*Annexes*

Annexe 1: Table récapitulative de toutes les régressions

	Reg de base	Retirer TRC	Retirer FRAC	Retirer TRC et MCPIB	Reg de base	Retirer TRC	Retirer FRAC	Retirer TRC et MCPIB	Reg de base	Retirer TRC	Retirer TRC et MCPIB	Retirer TRC et FRAC
	SEJ-1	SEJ-2	SEJ-3	SEJ-4	SEIS-1	SEIS-2	SEIS-3	SEIS-4	SEIM-1	SEIM-2	SEIM-3	SEIM-4
R <sub>2</sub>	0.8716	0.8685	0.8490	0.8667	0.9257	0.9134	0.8897	0.90784288	0.8553	0.8384	0.8091	0.8066
R <sub>2</sub> ajusté	0.3581	0.5615	0.4968	0.6668	0.6286	0.7112	0.6325	0.76960721	0.2767	0.4613	0.5227	0.5165
	COEFF	COEFF	COEFF	COEFF	COEFF	COEFF	COEFF	COEFF	COEFF	COEFF	COEFF	
FRAC	-1.945	-1.485		-1.613	-2.3191	-2.301		-2.5833	-1.9226	-1.9041	-1.3366	
	0.6130	0.5266		0.4021	0.4287	0.3488		0.2169	0.5721	0.4982	0.5792	
TRC	0.1552		0.1496		0.3778		0.3693		0.3864			
	0.8449		0.8245		0.6223		0.6105		0.6763			
EMPL	0.1743	0.2056	0.1946	0.2042	0.1624	0.2386	0.1940	0.2356	0.0893	0.1672	0.1732	0.1917
	0.6083	0.3977	0.5001	0.3248	0.61	0.3361	0.5213	0.2750	0.8125	0.5503	0.5009	0.4588
LCA	-0.2794	0.3175	-0.2461	-0.3220	-0.3188	-0.4115	-0.2669	-0.4213	-0.3067	-0.4015	-0.3818	-0.3572
	0.3739	0.1176	0.3299	<b>0.0624*</b>	0.3008	<b>0.0665*</b>	0.3177	<b>0.0306**</b>	0.3890	0.1041	<b>0.0775*</b>	<b>0.0630*</b>
MRV	-9.4804	-9.3933	-7.7418	-9.6025	-12.5761	-12.3642	-9.8747	-12.8229	-11.3183	-11.1016	-10.1792	-8.8871
	0.1393	<b>0.0635*</b>	<b>0.0467**</b>	<b>0.0234**</b>	<b>0.0772*</b>	<b>0.0321**</b>	<b>0.0286**</b>	<b>0.0096***</b>	0.1296	<b>0.0648*</b>	<b>0.0424**</b>	<b>0.0228**</b>
MRFP	3.3988	3.5309	2.8368	3.5731	4.1065	4.4282	3.2332	4.5211	3.5637	3.8927	3.7060	3.1695
	0.1735	<b>0.0677*</b>	<b>0.0959*</b>	<b>0.0299**</b>	0.1157	<b>0.039**</b>	<b>0.0804*</b>	<b>0.0151**</b>	0.1968	<b>0.0809*</b>	0.0565	<b>0.0460**</b>
MCPIB	-4.8268	1.5895	-6.4963		-11.3839	-3.5023	-13.9779		-1.0164	7.0431		4.7660
	0.8087	0.8553	0.6998		0.5594	0.6912	0.4493		0.9641	0.5141		0.6089
MDG	44.4477	45.2779	42.0986	46.3347	55.6256	57.6467	51.9755	59.9753	54.7393	56.8061	52.1236	53.7710
	0.1723	<b>0.0796*</b>	0.1078	<b>0.0322**</b>	0.1082	<b>0.0448**</b>	<b>0.076*</b>	<b>0.0152**</b>	0.1533	<b>0.0706*</b>	<b>0.0481**</b>	<b>0.0489**</b>
Constant	-0.8421	-0.3885	-1.4812	-0.5293	-1.0958	0.0083	-2.0890	-0.3018	-1.8461	-0.7170	-0.0934	-1.5532
	0.8165	0.8601	0.6163	0.7649	0.7490	0.9970	0.5094	0.8672	0.6626	0.7857	0.9671	0.4890

*Annexe 2: Table de corrélation de l'ensemble des variables utilisées  
pour la SEIJ, SEIS, SEIM*

(Les corrélations supérieures à 0.40 sont en gras)

	SEIJ	SEIS	SEIM	FRAC	TRC	EMPL	LCA	RV	RFP	MCPIB	MDG
SEIJ	1.0000										
SEIS		1.0000									
SEIM			1.0000								
FRAC	<b>0.4196</b>	0.3862	<b>0.4459</b>	1.0000							
TRC	-0.3546	-0.3790	-0.1615	0.0572	1.0000						
EMPL	0.1267	0.1226	0.0370	-0.1798	-0.1000	1.0000					
LCA	<b>0.4381</b>	<b>0.4384</b>	0.3275	0.0650	<b>-0.7216</b>	0.3240	1.0000				
RV	<b>-0.5422</b>	<b>-0.5634</b>	<b>-0.5218</b>	<b>-0.6170</b>	0.3453	-0.0934	-0.2857	1.0000			
RFP	0.3865	0.3456	0.3434	0.3983	0.0170	-0.1013	0.3244	0.0858	1.0000		
MCPIB	-0.2608	-0.3191	-0.0505	0.2359	<b>0.7307</b>	-0.0733	-0.2667	0.0725	0.1137	1.0000	
MDG	0.2855	0.3054	0.2314	-0.3356	<b>-0.5908</b>	0.1644	<b>0.6854</b>	0.1705	-0.0269	-0.3916	1.0000

## Annexe 3: Sociétés transférées au 30 septembre 2005

Date	Dénomination	Secteur d'activité	Part du capital cédée en %	Mode d'attribution	Investisseur de référence	Recette en millions de dirhams
02/93	SODERS	Fabrication de levure	33,34	Appel d'offres suivi d'attribution directe	Lesaffre (France)	27,0
			2,39	Salariés	-	1,6
04/93	CHELCO	Confection de vêtements	32,00	Attribution	Courtaulds (Royaume Uni)	10,2
06/93	CTM-LN	Transport terrestre de passagers et messagerie	40,00	Bourse	-	94,3
07/93			35,00	Appel d'offres	Consortium d'institutions financières marocaines	111,6
07/93	PETROM	Distribution de produits pétroliers	51,00	Appel d'offres	Groupe Bouaida (Maroc)	145,0
08/93	CIOR	Fabrication de ciment	51,00	Appel d'offres suivi d'attribution directe	Holdercim (Suisse)	614,0
10/93	SNEP	Production de chlore, soude et PVC	90,00	Appel d'offres	Groupement marocain, Dolbeau-Dimatit, Holding Ynna (Maroc)	364,3
--			5,31	Salariés	-	En Instance
12/93	CIOR	Fabrication de ciment	34,00	Bourse	-	329,2
	CTM-LN	Transport terrestre de passagers et messagerie	2,60	Salariés	-	5,2
12/93	SHELL	Distribution de produits pétroliers	50,00	Attribution directe	Shell Petroleum International (Royaume Uni/Pays Bas)	450,0

02/94	Dragon-Gaz	Distribution de produits pétroliers	50,00	Attribution directe	Dragofina (Italie)	0,85
03/94	CMH	Distribution de produits pétroliers	50,00	Appel d'offres suivi d'attribution directe	Hogespar (Maroc)	100,1
04/94	SOFAC/ Crédit	Crédit à la consommation	35,00	Appel d'offres suivi d'attribution directe	Consortium d'institutions financières marocaines	89,3
			18,37	Bourse	-	40,0
05/94	MOBIL Maroc	Distribution de produits pétroliers	50,00	Attribution directe	Mobil Petroleum Corporation (Etats Unis)	110,0
	TOTAL Maroc	Distribution de produits pétroliers	50,00	Attribution directe	TOTAL Outre-Mer (France)	300,0
08/94	MODULEC	Equipement électromécanique	76,34	Attribution directe	-	1 DH
			8,48	Salariés	-	Gratuit
09/94	CTM-LN	Transport terrestre de passagers et messagerie	18,46	Bourse	-	48,7
10/94	General Tire	Industrie de pneumatiques	20,00	Attribution directe	-	46,0
			2,21	Salariés	-	4,3
	SNI	Holding financier	15,63	Bourse	-	361,1
11/94	SNI	Holding financier	51,00	Appel d'offres	Consortium d'institutions financières marocaines et internationales	1.669,0
12/94	BMCE	Finance- Banque commerciale	14,01	Bourse	-	455,3
			3,00	Salariés	-	82,9
01/95	CIOR	Fabrication de ciment	1,22	Salariés	-	10,0
04/95	BMCE	Finance- Banque commerciale	26,00	Appel d'offres	Consortium d'institutions financières	1.243,4

					marocaines et internationales	
06/95	Crédit EQDOM	FinanceCrédit aux consommateurs	18,00	Bourse	-	72,0
	ICOZ	Industrie Textile, filés et fil retors de coton, fils à coudre	97,44	Attribution directe	Consortium Maroc-Etranger	10,0
	Sico-Centre	Industrie Textile, prêt-à-porter	30,00	Attribution directe	Investisseurs marocains	1,62
07/95	SIMEF	Industriegaz et diesel, Moteurs électriques	89,98	Attribution directe	Consortium International – (Maroc-Belgique-Tunisie)	1 DH
			10,00	Salariés	-	Gratuit
	Sochepress	Distribution de journaux	40,00	Attribution directe	-	24,0
08/95	SOFAC/ Crédit	Crédit à la consommation	0,81	Salariés	-	1,5
09/95	SOTRAMEG	Production d'alcool de mélasse	60,00	Appel d'offres	Groupe Fouad Fahim et Cie (Maroc)	8,65
11/95	Crédit EQDOM	FinanceCrédit aux consommateurs	1,54	Salariés	-	5,0
03/96	SAMIR	Raffinerie du pétrole	30,00	Bourse	-	1.504,8
05/96	SOMAS	Distribution de produits pétroliers	56,04	Attribution directe	consortium de 8 distributeurs de produits pétroliers	78,4
06/96	MAPROC	Industrie cuir, chaussures	28,57	Attribution directe	Consortium Salima Holding (Maroc-Libye)	1 DH
	SAMIR	Raffinerie du pétrole	1,11	Salariés	-	47,3
	SONASID	Industrie Sidérurgie	35,00	Bourse	-	420,4
09/96	SMI	MineArgent	36,07	Appel d'offres suivi d'attribution directe (droit de préemption)	Groupe ONA (Maroc)	234,5

10/96	FERTIMA	Industrie-Engrais	30,00	Bourse		120,1
01/97	CTT	Mine-Cobalt	40,00	Appel d'offres suivi d'attribution directe	Société Métallurgique d'Imiter (Maroc)	88,0
	SAMINE	Mine-Fluorine	35,00	Appel d'offres suivi d'attribution directe (droit de préemption)	Société Métallurgique d'Imiter (Maroc)	38,5
	SOMIFER	Mine-Cuivre	34,20	Appel d'offres suivi d'attribution directe	Société Métallurgique d'Imiter (Maroc)	68,4
04/97	FPZ	Industrie-Fonderie de plomb	26,00	Attribution directe	CMT et Touissit (Maroc)	39,0
05/97	CNIA	Compagnie d'assurance	78,57	Attribution directe	Consortium (Maroc-Bahrein)	310,2
	SAMIR	Raffinerie du pétrole	60,99	Appel d'offres	Corral Petroleum (Arabie Saoudite)	3.157,5
	SCP	Raffinerie du pétrole	66,33	Appel d'offres	Corral Petroleum (Arabie Saoudite)	425,7
06/97	BMCE	Finance- Banque commerciale	10.85	Attribution directe	Nomura International Plc (Royaume Uni)	744.3
06/97	SMI	MineArgent	13,00	Appel d'offres suivi d'attribution directe	Groupe ONA (Maroc)	84,5
			20,00	Bourse	-	130,3
10/97	CIOR	Fabrication de ciment	0.0045	Salariés	-	0.037
	SONASID	Industrie Sidérurgie	62,00	Appel d'offres suivi d'attribution directe	Consortium marocain+ Martial Ucin (Espagne)	837,1

3/98	SONASID	Industrie Sidérurgie	3,00	Salariés		30,6
06/98	SAMIR	Raffinerie du pétrole	5,77	Attribution directe	Corral Petroleum (Arabie Saoudite)	296,1
	SCP	Raffinerie du pétrole	4,39	Attribution directe	Corral Petroleum (Arabie Saoudite)	27,8
			3,00	Salariés	-	16,3
11/98	SAMIR	Raffinerie du pétrole	1,00	Salariés	-	42,6
10/99	FERTIMA	Industrie-Engrais	51,00	Appel d'offres	Aubos de Portugal (Portugal)+ Consortium d'investisseurs marocains	230,0
	Ranch Adarouch	Elevage de bovins	50,00	Appel d'offres	INTERFINA (Maroc)	33,0
12/00	Sotrameg	Production d'alcool de mélasse	6,22	Salariés	-	0,65
01/01	SNEP	Production de chlore, soude et PVC	5,30	Salariés	-	18,28
02/01	Maroc Télécom	Télécommunication	35,00	Appel d'offres	Vivendi Universal (France)	23345,0
05/02	SICOME	Industrie-Textile prêt-à-porter	11,40	Attribution directe	HOLFIPAR (Maroc)	2,17
10/02	FERTIMA	Industrie-Engrais	16,00	Attribution directe	Aubos de Portugal (Portugal)+ Consortium d'investisseurs marocains	75,44
06/03	FERTIMA	Industrie- Engrais	3,00	Attribution directe	Aubos de Portugal (Portugal)+ Consortium d'investisseurs marocains	14,145
	Régie des Tabacs	Régie des Tabacs	80,00	Appel d'offres	Groupe ALTADIS (France-Espagne)	14080,0
07/03	SONIR	Industrie du papier,	72,97	Appel	Maroc soir	22

		Impression et distribution de journaux		d'offres	(Maroc)	
09/03	SOMACA	Montage de véhicules	26,00	Attribution directe	Renault s.a.s (France)	65
12/04	Maroc Télécom	Télécommunications	14,9	Bourse de Casablanca et Euronex Paris	-	8 896,2
01/05	Maroc Télécom	Télécommunications	16,00	Attribution directe	Vivendi Universal (France)	12 400,0
09/05	SUTA	Transformation de la betterave et de la canne à sucre en sucre blanc	93,94	Attribution directe	COSUMAR (Maroc)	518,55
	SUCRAFOR		87,46			88,33
	SUNABEL		94,53			237,27
	SURAC		95			523,45
<b>Total 1</b>						<b>76 128,9</b>