

L'actionnariat des particuliers : Vers une échelle de fidélisation ; Application au Marché financier Tunisien

1275

Résumé :

Les investisseurs particuliers constituent actuellement une catégorie d'opérateurs boursiers dont l'importance est croissante sur la plupart des places internationales. Mais suite à l'évènement de la crise financière qui le monde connus, il ya eu une manque de confiance entre ces investisseurs et les marchés financiers, ce qui nous pose le problème de fidélisation des investisseurs et les indicateurs sur les quels sont fondés leurs comportements et leurs discisions de rester sur les marchés.

Qu'est ce qui motive les particuliers ou les entreprises à investir alors qu'ils pourraient dépenser cet argent immédiatement ? Les réponses instantanées à cette question sont l'épargne, le sentiment de sécurité, l'envie de transmettre d'une génération à une autre... Une autre raison est le désir d'accroître son patrimoine, c'est à dire de faire croître cet argent. Les décisions d'investissement sont donc multiples, mais il n'est pas nécessaire d'être fortuné pour investir en bourse. Beaucoup d'épargnants, jeunes et moins jeunes, peuvent en effet y faire leurs premiers pas avec des moyens limités soit par le biais de SICAV ou de fonds communs de placement à la portée de tout le monde, soit en participant à la vie d'un club d'investissement, véritable auto-école de la bourse. Même la constitution d'un portefeuille géré en direct n'exige pas une mise de départ importante.

A partir de notre recherche on va essayer de trouver comment à l'aide d'une échelle, l'entreprise peut fidéliser ses investisseurs particuliers surtout quand on voit ce qui se passe sur les différents marchés. A cet effet, on va faire une analyse qualitative qui permettra de repérer de retenir les principaux indicateurs sur lesquels sont fondées les comportements de fidélité de ces partenaires de l'entreprise. Ensuite on va présenter et développer par une revue de littérature en détails ces principaux indicateurs. Puis on testera l'hypothèse que la fidélité des investisseurs influence la performance financière de l'entreprise. En fin le coeur de notre recherche consiste à déterminer, en combinant deux approches méthodologiques totalement différentes (logique floue et analyse de régression), le poids des indicateurs de fidélité des partenaires. Partant du modèle de Fustier (Fustier 2000,2006) on admet que tous les coefficients d'importance des indicateurs sont égaux à l'unité (tous les critères sont fondamentaux), puis on détermine la relation entre ces déterminants et la performance boursière de l'entreprise en effectuant une analyse de régression. La procédure consiste à modifier progressivement les coefficients d'importance pour améliorer les résultats de la régression.

Mots clés :

Investisseurs particuliers, Bourse, investissement, performance, fidélisation.

Introduction :

Un grand nombre d'études a été effectué dans le domaine d'investissement en Bourse, des rendements des portefeuilles et de l'efficacité du marché financier, peu sont destinées à l'étude des comportements des particuliers sur les marchés financiers. Rousseau P. et Tabatoni O (1998) ont étudié une synthèse des limites des mesures traditionnelles de la valeur dans le cas de la création de valeur pour les actionnaires, alors que Spiesser.P (2004), quant à lui, a distingué quatre règles pour mieux gérer un portefeuille chez les particuliers. Didier Burg (2007) est intéressé par le nombre des particuliers présents sur les places financières, il a constaté que le nombre d'actionnaires est lié négativement à la taxation des bénéfices. Une augmentation de la taxation des plus-values entraîne la baisse du nombre des particuliers et les investisseurs privilégient les certificats de garantie où le risque de perte est faible. A l'encontre, les clubs d'investissements¹ peuvent être le meilleur moyen de faire partager une expérience en Bourse et de bien réussir pour un particulier². En fait tous les produits financiers sont caractérisés par deux paramètres importants qui sont le risque et la rentabilité, ce couple est indissociable et fortement corrélé. Un rendement élevé étant souvent synonyme de risque important et vice versa.

Les investisseurs particuliers constituent actuellement une catégorie d'opérateurs boursiers dont l'importance est croissante sur la plupart des places internationales. Mais suite à l'évènement de la crise financière qui le monde connaît, il y a eu une manque de confiance entre ces investisseurs et les marchés financiers, ce qui nous pose le problème de fidélisation des investisseurs et les indicateurs sur lesquels sont fondés leurs comportements et leurs décisions de rester sur les marchés.

A partir de notre recherche on va essayer de trouver comment à l'aide d'une échelle, l'entreprise peut fidéliser ses investisseurs particuliers surtout quand on voit ce qui se passe sur les différents marchés. A cet effet, on va faire une analyse qualitative qui permettra de repérer de retenir les principaux indicateurs sur lesquels sont fondés les comportements de

¹ En France, les Clubs d'investissement en 2009 sont près de 13 000 Clubs, environ 150 000 particuliers dont 120 000 hommes (Dont 53,70% ont plus que 55 ans d'âge contre 34,90% de 35 à 54 ans. Sources : http://www.ffci.fr/rubrique.html?page=3_clubs2006.

² **Au niveau des modes de gestion des portefeuilles :** Les investisseurs peuvent opter une gestion individuelle, la participation à un club d'investissement, une gestion collective, un mandat de gestion. **Gestion individuelle :** Les investisseurs gèrent eux-mêmes leurs portefeuilles. Cela nécessite une certaine disponibilité de temps pour pouvoir suivre les cours régulièrement et prendre les décisions d'achat et de vente. **Participation à un club d'investissement :** « Le meilleur moyen de faire partager une expérience consiste à la raconter. Aussi avons-nous pris le parti de suivre pas à pas le cheminement d'un néophyte en Bourse qui découvre l'institution et les clubs d'investissement ; ces semblent-il, d'instructives leçons de Bourse. » (Roselyne Pierre ; 1986). **Gestion collective :** Les investisseurs placent les fonds dans des Sicav ou des fonds communs de placement. En fin le **Mandat de gestion**, où les investisseurs confient alors la gestion de leurs portefeuilles à un mandataire spécialiste agréé.

fidélité de ces partenaires de l'entreprise. Ensuite on va présenter et développer par une revue de littérature en détails ces principaux indicateurs. Puis on testera l'hypothèse que la fidélité des investisseurs influence la performance globale de l'entreprise. En fin le cœur de notre recherche consiste à déterminer, en combinant deux approches méthodologiques totalement différentes (logique floue et analyse de régression), le poids des indicateurs de fidélité des partenaires. Partant du modèle de Fustier (Fustier 2007) on admet que tous les coefficients d'importance des indicateurs sont égaux à l'unité (tous les critères sont fondamentaux), puis on détermine la relation entre ces déterminants et la performance boursière de l'entreprise en effectuant une analyse de régression. La procédure consiste à modifier progressivement les coefficients d'importance pour améliorer les résultats de la régression.

Section 1 : Méthodologie :

Deux méthodes d'analyse financière en Bourse sont existantes : l'analyse fondamentale et l'analyse technique. La première consiste à étudier le bilan des sociétés et d'en apprécier la structure et la performance de l'entreprise. A l'inverse, l'analyse technique est accessible pour les particuliers. Celle-ci permet d'agrèger dans un seul graphique simple et clair les cours d'un titre et ses lignes de support ou de résistance. Le principe de l'analyse technique est purement mathématique et se veut totalement déconnectée de la société qu'elle représente. L'analyse technique est idéale pour un particulier car elle permet en peu de temps de choisir et de voir en un seul coup d'œil les actions à fort potentiel. Le trader débutant a besoin des spécialiste de domaine pour trouver des conseils et leurs explications, notamment sur les techniques boursières des ordres stops ou des résistances. Cette méthode permet à chacun, en quelques heures par semaine, d'être totalement autonome dans ses choix d'investissement.

Pour connaître les critères les plus attirants pour un particulier sur la place financière de Tunis, on s'est orienté vers les spécialistes du domaine (responsables commerciaux dans des cabines d'intermédiaires en Bourse, de l'Organisme de Placement Collectif des Valeurs Mobilières, et des analystes financiers) on a interrogé quelques uns a fin de connaître de façon proche l'importance des particuliers sur cette place financière, les rôles des intermédiaires en Bourse et les conseillers financiers dans l'intégrations des particuliers dans le domaine Boursier, tout en commençant par l'état actuel du marché tunisien.

Le choix d'une étude qualitative est souvent issu du besoin d'explorer et de décrire le vécu des individus dans leur milieu de vie (Creswell (1998). Nos questions de recherche, porteuses de telles préoccupations, nous ont incitées à opter pour une méthodologie qui donne la parole aux sujets participant à l'étude du marché financier.

Tel qu'énoncé par Miles & Huberman (2003), souvent les données qualitatives constituent « la meilleure stratégie de découverte et d'exploration d'un nouveau domaine ». Dans cette partie nous décrirons le site qui nous a fourni un contexte authentique d'investigation, puis décrirons l'ensemble des questions proposées afin d'analyser notre résultat.

Contenus et résultats des entretiens :

On a posé les quatre questions suivantes :

- Que pensez-vous du marché financier tunisien ?
- Pensez-vous que les investisseurs particuliers jouent un rôle important sur le marché Tunisien ?
- Quel est le rôle des intermédiaires en Bourse et les conseillers financiers dans l'intégration des particuliers dans le marché financier Tunisien (marketing financier).
- Selon vous quels sont les différents critères de choix des actions qui attirent le plus les investisseurs particuliers ?

Quatre principaux résultats sont à conclure en traitant ces cinq entretiens avec les spécialistes du marché financier tunisien.

- Le marché financier tunisien est en phase de développement, depuis le programme de mise à niveau et la modernisation des institutions financières et bancaire en 1994, a noté une évolution des capitalisations remarquable mais il est incapable d'atteindre le niveau de capitalisation et d'activité des quelques places comme celle de Casablanca et du Caire même si le nombre des entreprises cotées atteins quarante huit.
- Le nombre des particuliers(répété 30 fois dans nos entretiens) est en progression continu 27% des investisseurs sont des particuliers sur la place de Tunis alors que 25% sont des étrangers, l'Etat encourage de plus en plus ce type d'investisseurs pour mieux dynamiser le marché en matière d'exonération d'impôts et facilitation des procédures d'inscription, mais le nombre est encore faible par rapport à la population active.

- Les intermédiaires en bourse et les OPCVM³ sont au service de chaque citoyen, mais l'absence de publicité dans ce domaine laisse l'intention d'investir en bourse est faible tant que tout les intermédiaires en bourse sont installés au capital où il ya 25% de la population.
- Les critères de choix des actions qui attirent le plus les investisseurs particuliers suivant nos spécialiste sont les suivants, le bénéfice par action, le price earning ration, l'image de l'entreprise et son secteur d'activité, le dividende, le rendement de l'action le nominal de l'action, la part de l'Etat dans le capital de l'entreprise, la présence des investisseurs étrangers dans l'entreprise, mais pour chacun sa philosophie d'investissement.
- Le tableau suivant nos donne une image claire sur les classements des critères de choix chez les investisseurs particuliers qui forment la qualité d'une action ;

Critère du choix	Fréquence	1er classement	2em classement	3em classement	4em classement	5 em classement
Nominal	9	5	2	7	4	5
Bce par action	12	1	1	3	1	1
PER	6	4	4	2	5	4
Image	4	7		6	7	
Notoriété de PDG	3	8	7	8	6	
Dividende	5	3	5	5	3	3
Part de l'Etat	3	6	6	4	8	6
Secteur d'activité	2		8			7
rendement	10	2	3	1	2	2

Pour donner un classement final des critères de choix d'investissement on va suivre les démarches suivantes :

- **Note de critère = Fréquence + $\sum [(9 - (\text{ordre dans le discours du spécialiste}))]$**
- Un critère classé par un spécialiste comme le premier reçoit une note de 8.
- Un critère classé par un spécialiste comme le deuxième reçoit une note de 7.
- Un critère n'est pas classé par un spécialiste reçoit la note zéro.
- Le classement final des critères de choix est donné par le tableau suivant :

³ Organismes des placements collectifs des valeurs mobilières, L'activité OPCVM Français est régie par la loi du 23 décembre 1988. En France 2007 ils représentent plus que 11000 SICAV et FCP

Critère du choix	Fréquence	1er note	2em note	3em note	4em note	5 em note	NOTE FINAL
Nominal	9	4	7	2	5	4	31
Bce par action	12	8	8	6	8	8	50
PER	6	5	5	7	4	5	32
Image	4	2	0	3	2	0	11
Notoriété de PDG	3	1	2	1	3	2	12
Dividende	5	6	4	4	6	6	31
Part de l'Etat	3	3	3	5	1	3	18
Secteur d'activité	2	0	1	0	0	2	5
Rendement	10	7	6	8	7	7	45

A partir de ce tableau résumant les résultats de notre étude qualitative, on déduit le classement des critères de choix d'investissement pour les investisseurs particuliers, ce classement qui va nous donner une idée primordiale sur le coefficient d'importance de chaque critère détenus pour la définition de la qualité d'une action ; le bénéfice par action, le rendement, le price earning ratio, le dividende et le nominal de l'action, la part de l'Etat dans le capital de l'entreprise, la notoriété de PDG, l'image de l'entreprise, et le secteur d'activité au dernier classement.

Pour les ménages et les investisseurs la création de valeur est un objectif primordial. Pour chaque investisseur particulier a sa philosophie de gestion de son portefeuille d'action quelque soit la place boursière concerné, le rôle de ce type d'investisseurs en de plus en plus important dans la capitalisation boursière et la liquidité des marchés boursiers. Mais malgré l'encouragement des Etats et la diversité des moyens et méthodes de gestion des investissements et la diversité des produits financiers présents sur les marchés, le nombre de particuliers reste encore faible sur les places financières en phases de développements, par peur de risque. Quelque soit le critère de choix reste le principal critère à retenir est celui de la régularité. Le fait d'investir en plusieurs fois à l'avantage de baisser le risque (Mizrahi (2006)⁴, Suivant, l'auteur il faut diversifier un portefeuille ; un portefeuille, pour être bien proportionné et faire face aux risques, doit contenir entre 5 et 10 lignes uniquement. Il n'est pas besoin de compliquer les choses avec un panel de 50 valeurs. Ces actions ne doivent pas appartenir au même secteur. Un événement négatif sur une valeur sera compensé par les bénéfices pris sur une autre valeur. C'est ce que l'on nomme la diversification. Elle permet en quelque sorte de ne pas mettre tous ses œufs dans le même panier.

⁴ Mizrahi P. Président du Directoire de Fortuneo (2006).

Après avoir bien identifié les critères de choix d'investissement chez les investisseurs particuliers qui forment *la meilleure qualité d'une action* cotée en bourse des valeurs mobilières de Tunis (le bénéfice par action, le dividende, le price earning ratio, le nominal de l'action). Pour manque d'informations, on n'a pas pris en considération la part de l'Etat dans le capital de l'entreprise, l'image de l'entreprise, son secteur d'activité, et la part des investisseurs étranger dans le capital. dans notre deuxième partie de cette recherche, On va étudier la relation entre *la qualité d'une action et la performance boursière de l'entreprise*, pour cela on va développer notre travail dans deux autres sections qui présente dans un premier temps les critères des choix des investisseurs particuliers qui forment la qualité de l'action, les études des performances et création des valeurs pour les actionnariats, puis dans un second temps, il s'agit d'expliquer la performance d'une action par leur qualité .

Section 2 : Présentation des déterminants de la qualité d'une action :

D'après nos résultat de la section 1, La qualité d'une action peut être définie en fonction de la faiblesse de risque et l'importance de la rentabilité, pour cela, une action de bonne qualité est celle qui remporte à son porteur le bénéfice le plus important, un dividende remarquable, un price earning ration attirant et un nominal faible, l'application de la méthode « Split » par quelques entreprises tunisiennes a eu un effet positif sur leurs performance boursière (le split consiste à réduire le nominal de l'action, augmenter le nombre titres afin d'améliorer sa liquidité). « En Tunisie, l'identité du principal actionnaire n'est pas synonyme à une bonne performance. » Omri A., Mehri B.(2003).

Dans la présente section on va présenter et développer par une revue de littérature en détails ces principaux indicateurs retenu à travers notre étude qualitatif (Les déterminants de la qualité d'une action) :

I. Le Bénéfice par Action (BPA) :

Dumontier P (2006) souligne que le bénéfice par action (BPA) constitue l'outil privilégié des investisseurs et des analystes financiers dans la mesure où il est censé la « boussole » du boursier. En effet, il permet de calculer de façon immédiatement appréciable la rentabilité d'un titre coté. Il représente, à juste titre, la part potentielle de revenu attribuée à chaque actionnaire et permet d'évaluer la capacité distributive de la firme. Il constitue un des déterminants du marché en ce sens qu'il est directement lié au coefficient de capitalisation boursière plus connu sous le terme ratio PER (Price earning ratio) celui- ci n'est autre que le rapport (cours / BPA).Il représente également l'inverse du taux de rentabilité exigé par les actionnaires. De ce fait, le BPA est directement lié au rendement boursier anormal (résiduel)

et permet de mettre en relief l'importance du BPA dans l'explication d'un tel rendement résiduel. Ball et Brown (1968) sont les premiers à avoir mis en exergue l'utilité des bénéfices comptables dans le processus d'évaluation boursière. Avant de déterminer le BNPA, il convient de connaître à la fois le nombre d'actions et le montant du bénéfice réalisé par l'entreprise.

Mode de calcul **BNPA = Résultat Net / Nombre d'actions.**

II. Le Price Earning Ratio PER:

Le Price Earning Ratio plus connu sous l'abréviation "PER" est une expression boursière de L'anglais (P/E ou Price/Earning Ratio) signifiant "coefficient de capitalisation des Bénéfices". « Toutes les actions subissent la dictature du PER » (Vittrak .D 2002)

$$\text{PER} = \text{Cours de l'action} / \text{BNPA}$$

En termes fondamentaux, le PER exprime le nombre d'années pendant lesquelles il faudra détenir l'action pour qu'elle soit remboursée par les bénéfices de l'entreprise. C'est une mesure de la création de richesse par une entreprise.

- Le PER : un indicateur de valeur contestable :

Le PER ne permet pas d'intégrer ni les inflexions du rythme de croissance des bénéfices des sociétés ni l'évolution des taux d'intérêt. Pourtant, comme le souligne Tchemini (1993), l'expérience du marché et des études empiriques qui ont été effectuées montre que les révisions des prévisions de bénéfices faites par les analystes financiers et les dirigeants sont à l'origine des variations des cours boursiers. L'exemple des valeurs « cycliques » témoigne également de l'intérêt limité du PER. En fin, le fait qu'on achète de telles valeurs lorsque le PER est élevé – du fait de bénéfices très faibles par ce qu'on se trouve au creux du cycle économique- et qu'on la revende à un niveau de PER raisonnable (vers le haut de cycle) est la négation même du fait que cet indicateur sert a mesurer la « cherté » d'une action.

Au total, malgré son utilisation fréquente par les professionnels des marchés, le PER apparaît comme un indicateur insuffisant pour affirmer que telle entreprise est moins chère qu'une autre et s'en servir pour procéder à des arbitrages. Vitrak D. (2002) a signalé que parfois, le PER n'est pas le meilleur critère. C'est pourquoi vous trouver très souvent des analyses de calculant un ratio de cours sur marge brut d'autofinancement par action, en quelque sorte un PER où le bénéfice par action est remplacé par la MBA (marge brut d'autofinancement) par action. Ce ratio sera alors utile pour comparer les sociétés industrielles.

III. La valeur Nominale :

Il s'agit de valeur de départ de l'action, lors de la création de la société. Pour connaître la valeur nominale d'une action, il faut diviser le capital de départ par le nombre d'actions. Cette valeur n'a que peu d'intérêt pour la détection d'action « sous-évaluées ». Tunisie Valeur a publié en Février 2006 une étude dont le titre est « le split une nouvelle pratique en Tunisie », sur la pratique de Split en Tunisie et leur effet sur la performance des actions ;(le split consiste à réduire le nominal d'une action, augmenter le nombre des titres afin d'améliorer sa liquidité), la conclusion de cette recherche était qu'une augmentation remarquable de la capitalisation boursière quotidienne de la plupart des entreprises est à signaler en comparaison des capitalisations boursières des entreprises qui ont pratiqué le Split a priori et a posteriori.

IV. Le Dividende :

Sur un plan académique, Shiller (1981) a été l'un des premiers à se demander si les variations des dividendes- principale variable censée expliquer la valeur des actions dans la théorie traditionnelle – pouvaient expliquer les fluctuations des cours de Bourse ((Asquith et al 1983, Booth et Laurence 2003).

Les distributions de dividendes⁵ relèvent d'une décision financière importante et complexe(Aharony, et al 1980). Elle est importante parce que les sommes en jeu sont loin d'être négligeables. Elle est complexe parce que les raisons qui motivent ces distributions ne sont pas évidentes (Aharony, et al 1980, Asquith, et al 1983), dans ce cas Dumoniter. P (2006) a montré d'abord comment les dividendes affectent la valeur de l'entreprise. En introduisant les règles fiscales, il explique ensuite pourquoi les dividendes sont susceptibles de pénaliser les actionnaires qui les reçoivent et, du même coup, les entreprises qui les distribuent. On note aussi que Thierry P. R (2004), et selon la théorie du free cash flow, l'endettement, tout comme la distribution de dividendes, en réduisant le free cash flow, permettrait de limiter le pouvoir discrétionnaire des dirigeants, et contribuerait à la création de valeur actionnariale ce qui montre que l'affectation du free cash flow au service du remboursement de la dette exerce une influence négative, statistiquement significative, sur la richesse des actionnaires. Dans le même temps, l'impact d'un réinvestissement des fonds

⁵ En France, la tradition était une fois par an, mais des modifications en matière de politique (réforme de l'impôt fiscal au 1^{er} janvier 2005) et la volonté d'attirer de nouveaux investisseurs ont changé la façon de régler le dividende. S'inspirant du modèle anglo-saxon (Etats-Unis d'Amérique) où les dividendes sont versés trimestriellement sous forme d'acomptes sur les prochains bénéfices, les entreprises françaises commencent à verser les dividendes par acompte semestriel et généralement quelques jours après la fixation de la valeur des dividendes par l'assemblée générale.

discrétionnaires sous forme de distribution de dividendes n'est pas décelable (Stephen R. et Stephen G 2006).

Dans l'étude de la relation entre les dividendes et l'asymétrie de l'information Kenneth K. et call (2006), on conclut que les sociétés qui payent des dividendes uniformément élevés ont des retours inférieurs d'initié que les sociétés qui payent des dividendes uniformément bas. Ces résultats ne soutiennent pas le dividende traditionnel signalant des modèles. Plutôt, ils sont conformés à la proposition que les sociétés avec les dividendes les plus élevés ont les niveaux les plus bas de l'asymétrie de l'information. Ainsi une modification du dividende courant implique une révision de toute la série des dividendes anticipés et donc une forte valeur des cours réels (Stephen R. et Stephen G 2006). Il en est de même pour une révision du taux d'actualisation. En revanche, la courbe des prix calculés utilisant, par construction, la connaissance parfaite des dividendes ex-post n'intègre aucune révision des anticipations ce qui a nécessairement pour conséquences une volatilité moins forte des prix (Booth et Laurence 2003).

1. Le paiement du dividende en action : un signal sur la valeur de la firme « Maurer Frantz [MAURER.F 1998] ».

Selon la théorie de l'agence du signal, la plupart des études théoriques conclut à un impact négatif sur les cours des actions à l'annonce d'une augmentation de capital. Plihon et Zarkowsky (2002), notamment, montrent que, dans la mesure où les dirigeants maximisent la richesse des anciens actionnaires, ils n'acceptent de la diluer, en réalisant une augmentation de capital en numéraire, que si l'entreprise est surévaluée. Dans le cas contraire, ils n'auraient aucun intérêt à émettre de nouvelles actions puisque l'émission bénéficierait aux nouveaux actionnaires au détriment des anciens (Stephen R. et Stephen G 2006).

Bien que le paiement du dividende en action soit considéré, d'un point de vue comptable comme un paiement du dividende en numéraire suivi d'une augmentation du capital par réinvestissement de ce dividende en actions, il constitue un mode de financement spécifique pour lever de nouveaux fonds (Dumontier P (2006) . En effet, conservant le versement de dividendes, il se différencie de l'autofinancement et, ne concernant que les actionnaires de l'entreprise, il se distingue de l'augmentation de capital classique. Dominique Jacquet (1996) a répondu sur la question « *Est-ce que la part de distribution de dividendes est une variable stratégique ?* » en disant que « Quand votre action vaut mille francs juste avant de verser un dividende de cent francs, elle vaut neuf cents francs juste après, et les cent francs vont être déclarés dans les revenus de l'actionnaire. Alors il y a des gens qui disent : verser des dividendes ou pas ça ne change pas grand chose. En fait, si vous versez 80% de votre résultat

net en dividendes il n'y aura que 20 % de résultats nets à réinvestir dans l'entreprise pour financer la croissance ; donc les sociétés à forte croissance ont assez naturellement des politiques de dividendes un peu avares. D'un autre côté, si vous versez un dividende à quelqu'un qui a un faible taux marginal d'imposition, son crédit fiscal est intéressant, mais s'il est imposé dans la tranche maximum, le poids fiscal est trop important. Donc la composition de l'actionnariat n'est pas indifférente à la politique de dividendes, c'est ce qu'on appelle l'effet de clientèle ».

Mieux que le BPA, le dividende permet aux dirigeants d'informer les investisseurs sur les perspectives futures de l'entreprise. En effet, Henchiri Jamel (2002) a signalé que dans le cadre d'un marché efficient, la théorie du signal (notamment ; Battacharya 1979, [Miller et Rock 1985, John et Williams 1985) indique que le dividende est une communication émise par la société au marché car il fournit une information sur les flux futurs de l'entreprise et donc sur sa valeur ,alors que La théorie de l'agence soutient que le dividende peut être utilisé par les actionnaires comme moyen stratégique pour discipliner les dirigeants et les obliger à prendre des décisions qui soient en conformité avec leurs intérêts et ceci principalement quand il ya des conflits entre les dirigeants et les propriétaires.

La plus part des sociétés adoptent des politiques de dividendes stables en croissance régulière à long terme.

V. Rendement et évaluation de l'action :

Pour les sociétés qui versent des dividendes, on parle de rendement de l'action, le ratio qui exprime en pourcentage, du dernier dividende annuel connu par le cours de bourse actuel. Au sens monétaire et financier, le rendement est souvent l'équivalent de la rentabilité. Le taux de rendement a un sens voisin de celui de rentabilité (revenu/ capital utilisé). Le rendement d'une action correspond en effet, au dividende/ cours de l'action. La rentabilité d'une action est l'addition du rendement à la plus-value.

1. La base de calcul des rendements :

En adoptant une approche de simulation qui porte sur les données de rendement générées par le marché, Dyckman et coll (1984) et Brown et coll (1985) ont examiné les caractéristiques particulières des données journalières. Leur but était de voir dans quelles mesures elles affectent les méthodologies utilisées dans les études d'événements spécifiques aux entreprises sur les cours des titres.

Il est à signaler que dans un travail antérieur datant de 1980, ces auteurs ont montré qu'en utilisant les rendements mensuels, une méthodologie simple basée sur le modèle de marché s'avère à la fois bien spécifiée et puissante dans l'identification des rendements anormaux.

Ce pendant l'applicabilité de ces conclusions aux études événementielles utilisant des données journalières demeure une question ouverte. En effet, les données mensuelles et journalières diffèrent potentiellement sur plusieurs plans importants d'une part, l'estimation des paramètres à partir des données journalières expliquée a cause des transactions non synchronisées. En effet, tel que signalé par (Scholes et Williams 1977) ainsi que (Boudoukh et al 1998) étaient les premiers à mettre en évidence le fait que les transactions non synchronisées induisent une auto corrélation positive entre les rendements anormaux. En plus, lorsque le rendement d'un titre et le rendement de l'indice de marché sont mesurés chacun sur un intervalle de jours de transaction différent ; alors les estimations des paramètres (essentiellement le bêta) du modèle de marché (qui est le modèle traditionnellement utilisé dans les études à partir des Moindres Carré Ordinaire) sont biaisées (Moore. G.2001, Doho.A et Berland. N.2007).

D'autre part, les données journalières dévient plus de la normalité que les données mensuelles. Dès lors que les études d'événement se penchent sur moyenne des rendements anormaux des titres à travers un échantillon en coupe instantanée (cross section), (Brown et coll 1985) ont examiné les propriétés de cette moyenne sur un échantillon de taille faible. Or, le théorème limite central, garantit que si les rendements excessifs (tirés à partir des distributions à variance finie) dans la coupe transversale des titres sont identiquement et indépendamment distribués, alors a distribution de la moyenne des rendements excessifs de l'échantillon converge vers la loi normale à mesure que le nombre de titres augmente dans l'échantillon.

Dans le cadre d'analyse de la valeur créée aux différentes parties-prenantes on peut justifier la diversité des mesures de performance qu'on rencontre dans les entreprises et qui ne peut s'expliquer par la seule relation avec les actionnaires et la préoccupation exclusive de rentabilisation du capital financier. En effet, les mesures de la performance boursière constituent un test puissant de la performance de la firme, quelque soit la méthode utilisé. La qualité de l'action à un effet majeur dans ce contexte, ce qui nous demande maintenant de vérifier la relation direct entre la qualité de l'action et la performance boursière de l'entreprise. Notre hypothèse est que la performance boursière est une fonction de la qualité de l'action sur la marché boursier, c'est ce qu'on va le présenter dans la section suivant de notre recherche.

Section 3: Explication de la performance financière de l'entreprise par la qualité de leur action.

Des nombreuses études s'intéressent aux performances financières des entreprises qui s'introduisent en bourse. Les travaux publiés portent essentiellement sur les introductions en bourse réalisées sur les marchés américains.

Dans la littérature financière, de nombreuses études se sont intéressées aux anomalies des offres d'introduction en bourse. Les études se sont focalisées sur trois plans d'expérimentations, à savoir le phénomène de la sous-évaluation à court terme, le phénomène des périodes d'émission « chaudes » et le phénomène de la performance à long terme. Toutefois, Miller (1977, 2000) confirme l'existence des divergences des thèses pour expliquer la sous-performance des introductions en bourse alors que Loughran, Ritter et Rydqvist (1994) évoquent que la performance des introductions en bourse varie d'un pays à l'autre. « La plupart des études empiriques sur la performance boursière des introductions en bourse ont été réalisées sur le marché américain. Les résultats sur ce sujet sont très concordants et la plupart des études confirment que les performances boursières à long terme de ces entreprises se dégradent de manière significative pendant les années qui suivent l'introduction en bourse » (Miloud.T 2002).

Dans un contexte de marché imparfait, on remarque que certaines opérations financières influencent la valeur de la firme en affectant ses décisions d'investissement ou ses opportunités de croissance. Le choix d'une structure financière revêt donc une importance stratégique dans la survie de l'entreprise. Dès son introduction en bourse l'entreprise devient intéressante pour tout les types d'investisseurs (institutionnels, privés, particuliers..), pour garder une bonne image sur le marché financiers et donc d'améliorer leurs performance boursière et financière, la qualité de leurs actions est très importante, cette qualité qu'on a définis par la publication des indicateurs financiers et boursiers.

L'objectif de cette partie est d'effectuer une étude sur la relation entre la performance boursière de l'entreprise et la qualité de leur action cotée sur le marché.

I. Données et méthodologie :

1. Constitution de l'échantillon :

Notre échantillon comprend 48 entreprises cotées sur la Bourse des valeurs mobilières de Tunis, enregistrées au mois de décembre 2009. Nous avons retenu ce nombre des sociétés introduites en Bourse pour deux raisons suivantes :

* la disponibilité de l'information sur les sociétés cotées. Celle-ci a été favorisée par la promulgation de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994, modernisant le marché financier,

* la disponibilité des cours boursiers jusqu'au mois de décembre 2006. Ils ont été fournis par la BVMT.

* la disponibilité des bénéfices par action, des dividendes et les PER publiés

* la disponibilité de taux de performance de ces entreprises (PEF(i)) calculé sur la base de trois ans (2007, 2008, 2009). Sahut et col (2004) Pour calculer statistiquement la performance relative à long terme de l'ensemble de sociétés nouvellement introduites en bourse, ont utilisés les mêmes mesures de performance que celles de (Ritter 1991). Dans notre cas ces taux ont été fournis par un intermédiaire en Bourse

Ratio de Marris = Capitalisation boursière / Valeur comptable des capitaux propres.

Le Ratio de Marris permet de comparer la valeur boursière à la valeur comptable des actions. Il est mesuré aussi par : valeur de marché des actions/valeur comptable des actions.

2. Méthodologie :

A partir des attributs qui caractérisent habituellement la qualité des actions du marché boursier, on se propose d'appliquer un modèle (modèle de logique floue) visant à faire la synthèse de ces attributs.

Après avoir construit un indicateur de qualité par le modèle de logique floue on se propose en suite d'expliquer la performance des actions par la qualité dans le cadre d'une analyse de régression.

On notera que ces deux étapes sont liées, car l'analyse de régression permettra de déterminer le coefficient d'importance de chaque attribut dans le cadre de modèle de logique floue.

• Application du modèle de logique floue (Fustier .B (2007)):

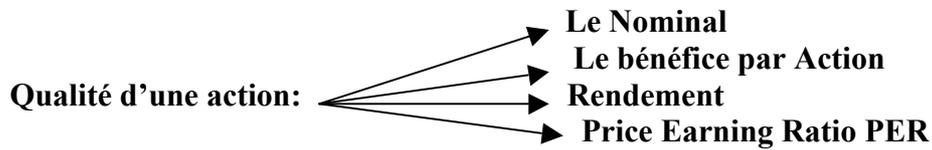
La logique floue, contrairement à ce que laisserait suggérer son nom, n'est pas un vague raisonnement aux aboutissements incertains, elle permet de formaliser simplement, mais rigoureusement les subtilités de la pensée humaine.

La logique floue repose, en effet, sur un principe très naturel, le principe de gradualité qui généralise considérablement la logique classique caractérisée par l'opposition stricte « vrai-faux », « 1-0 ». Elle s'applique donc à tous les concepts qui ne peuvent se décrire par des notions mathématiques simples du fait de leur imprécision naturelle. Paradoxalement, les sciences humaines ont très largement négligé cette forme de logique dont les principales applications concernent surtout le domaine industriel.

Etant donné un ensemble d'objets (comme des marchés financier) qu'il convient d'évaluer en fonction d'un concept vaguement défini (comme la qualité d'une action), la première étape de la démarche évaluative consiste à cerner plus précisément les contours du concept en essayant de décomposer ce dernier par une liste aussi exhaustive que

possible d'attributs non-redondants. Certains attributs peuvent être déterminants dans la définition du concept ; d'une manière générale, il conviendra d'associer un *coefficient d'importance à chaque attribut*.

La qualité d'une action:



La seconde étape consiste à évaluer les objets sur chaque attribut et à estimer l'importance de ces derniers. En désignant par I l'ensemble des objets, J l'ensemble des attributs, $p_j(i)$ l'évaluation de l'objet i sur l'attribut j,

I : représente l'ensemble des entreprises cotées en bourse de Tunis

J : représente les différent attributs (Nominal, dividende, bénéfice par action et le Price earning ratio)

$P_i(i)$: représente l'évaluation de l'action de l'entreprise i sur l'attribut j, c'est le niveau de vérité de l'action i possédant l'attribut j.(par exemple le rendement de l'entreprise E)

$\pi(j)$: le coefficient (le taux) d'importance de l'attribut j

L'information obtenue se présente de la manière suivante :

I \ J	1	..	j	..	m
1	$p_j(i)$				
.					
i					
.					
n	$\pi(j)$				

En évaluant par des nombre compris entre 0 et 1, on tient compte de l'imprécision inhérente aux attributs. L'évaluation $p_j(i)$ est identifiée au niveau de vérité de la proposition floue: «l'action i possède l'attribut j ». D'une manière analogue, $p(j)$ représente le niveau de vérité de la proposition floue: « l'attribut j est important ».

Dans ce qui suit on formule une seule hypothèse : il existe au moins un attribut j_0 tel que $\pi(j_0) = 1$: un tel attribut est qualifié de « fondamental ».

Dans ces conditions, on souhaite définir un opérateur d'agrégation g qui associe à chaque objet i une valeur $g(i)$ de $[0, 1]$. Cette valeur permet d'apprécier le degré d'adéquation de l'objet i au concept initial ; si on s'intéresse au concept de qualité, $g(i)$ représente alors le degré de vérité de la proposition : « l'action i est de bonne qualité ».

Par définition, $1 - g(i)$ est le degré de vérité de la proposition : « l'action est de mauvaise qualité ». Il est donc indifférent de s'intéresser à un concept (la bonne qualité) ou à son contraire (la mauvaise qualité), puisque la complémentation floue permet de passer de l'un à l'autre.

► « La construction de l'opérateur g relève de la logique floue proprement dite. Comme nous l'avons déjà dit, la logique floue a pour objet le domaine du raisonnement approximatif, mais en tant que telle cette logique n'a rien de flou dans la mesure où elle repose sur des concepts mathématiques solides ; l'exercice visant à définir un opérateur d'agrégation à partir de tels concepts ne semble pas devoir poser de grosses difficultés ».
Bernard Fustier(2007)

Pour rendre les valeurs applicables en logique floue, il s'agissait de changer l'échelle pour tous les chiffres trouver soient compris entre 0 et 1. Sur la période d'étude de trois ans, aussi, pour les exigences de modèle de logique floue on a utilisé les médianes dans le calcul de qualité de l'action $g(i)$, (Les résultats trouvés en utilisant la moyenne ni sont pas assez bonne).

3. Résultats et interprétations :

Après l'ajustement des données de notre base des données, le but de notre recherche maintenant est de justifier notre hypothèse (la performance est positivement liée à la qualité de l'action). Il nous faut trouver une relation linéaire entre la qualité de l'action (qui est expliquée par quatre attributs) et la performance boursière de l'entreprise avec des coefficients d'importance qui vérifient notre hypothèse. On cherche à résumer la liaison qui existe entre les variables (la performance (PEF(i)) et la qualité (QUA(i)) à l'aide d'une droite. On parle alors d'un ajustement linéaire. Le problème réside en effet, dans la détermination des coefficients d'importance pour opérer la synthèse des attributs et déterminer la qualité (QUA(i)) exprimée par $g(i)$ dans le modèle de logique floue, on se place ici dans le cas de principe de raison insuffisance de LAPLACE que l'on adapte au domaine de la logique floue » tous les attributs sont fondamentaux ; $\pi(j)=1$ ».

$$\text{Résidu (i)} = \text{PRF (i)} - \text{PRF}^{\wedge}(\text{i})$$

$$\text{Résidu (i)} = \text{Observé} - \text{estimé}$$

Résidu est positif, cela signifie que le degré de qualité déterminé avec la structure de pondération (π) est sous – estimé. (théoriquement $g(i)$ doit augmenter jusqu'en $g^*(i)$)

Hypothèse : la structure (π) ne reflète pas l'importance relative de chaque attribut.

Conséquence : il faut adapter (π) pour modifier les $g(i)$

Solution empirique : il convient de déterminer le $\pi(j)$ sur le quel $p_j(i)$ est le plus faible (voir modèle de logique floue).

But : le but de cette simulation est de « maximiser » le coefficient de détermination du modèle de régression simple.

$$PEF = \alpha QUA + \beta + \varepsilon$$

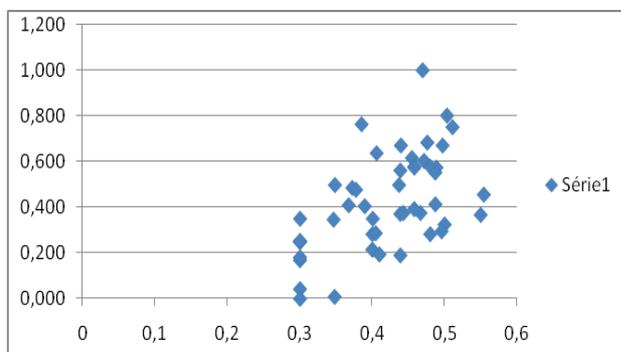


Résultat 1 :

les attributs sont fondamentaux (les coefficients d'importance sont identique , chacun égale à 1)

Résultat : Représentation graphique ; la performance en fonction de la qualité de l'action.

Le graphique suivant représente un nuage des points (chaque point est une entreprise), pour trouver une relation entre la performance et la qualité on doit utiliser maintenant le modèle de régression pour trouver en fin la corrélation entre la performance et la qualité d'une action coté sur la bourse de Tunis.



L'équation linéaire ; $PEF = 1,1017QUA - 0,0633$

La performance boursière d'une entreprise est négative (égale à $-6,33\%$) si la qualité de son action est nulle, dans les autres cas une augmentation de la qualité de l'action d'un point entraîne une progression de la performance de 1, 1017 point.

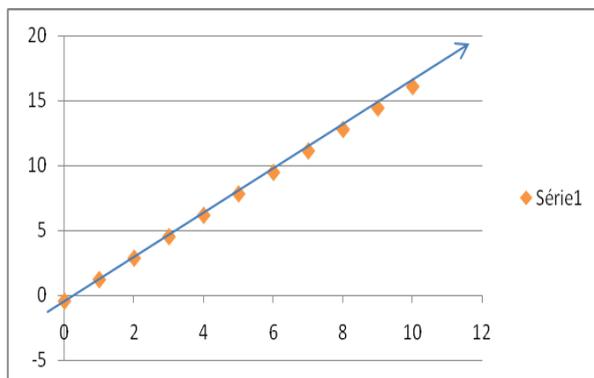
$\alpha = 1, 1017$, avec une erreur type égale à 0,1866 avec un niveau de signification est égale à : 88,98%

$A \geq 0$: la performance de l'entreprise est positivement lié à la qualité de leur action sur le marché boursier ; *notre hypothèse est bien vérifiée.*

$\beta = - 0, 25$ avec une erreur type égale à 0,15 avec un niveau de signification est égale à 99,99% ; on peut interpréter β comme étant la valeur de performance d'une action ayant une qualité nulle (une entreprise avec une qualité de leurs actions nulle, aura une performance négatif égale à (-25%) ayant un niveau de signification de 99,99% avec une erreur type de 15%)

$R^2 = 32,71\%$; la qualité obtenue avec cette structure de pondération exprime 32,71% de la dispersion de la performance.

La courbe suivante représente l'équation de régression de la performance en fonction de la qualité de l'action.



Remarque : Dans le cas particulier de régression simple le test d'analyse de la variance (qui vise à tester la signification de R^2) est équivalent au test de signification de paramètre α .

$$\text{Residue (i)} = \text{PRF (i)} - \text{PRF}^{\wedge} (\text{i})$$

$$\text{Résidu (i)} = \text{Observé} - \text{estimé}$$

On note que l'entreprise N°4 et N°46 ont les résidus les plus important avec :

$$\text{PRF (4)} = 0, 764 \text{ alors que la performance estimé } \text{PER}^{\wedge}(4) = 0,3699 \text{ donc Résidu} = 0,394$$

$$\text{PRF (42)} = 1,000 \text{ alors que la performance estimé } \text{PER}^{\wedge}(42) = 0,505 \text{ donc Résidu} = 0,4942$$

Résidu est positif, cela signifie que le degré de qualité déterminé avec la structure de pondération ($\pi_{(j)}$) où les attributs sont fondamentaux dans le modèle de logique floue est la suivante :

Attributs	Nominal	RDM	DVD	PER	BPA
Coefficient d'importance (π)	1	1	1	1	1

Est sous – estimé. (Théoriquement $g(i)$ doit augmenter jusqu'en $g^*(i)$)

Hypothèse : cette structure de pondération ($\pi_{(j)}$) ne reflète pas l'importance relative de chaque attribut.

Conséquence : il faut adapter $(\pi_{(j)})$ pour modifier les $g(i)$, donc il faut changer les coefficients d'importance des attributs pour trouver finalement l'équation de régression qui a eu le résidu le plus important et le risque d'erreur le plus faible.

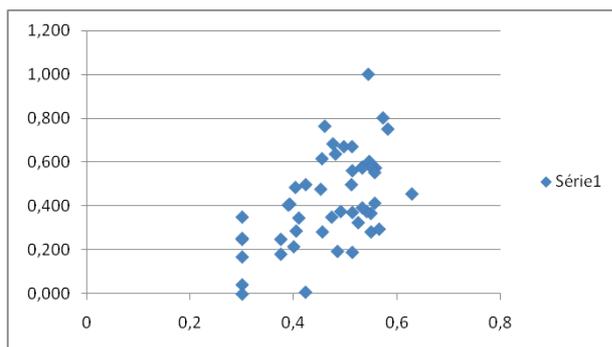
➤ **Résultat 2:**

On change les coefficients d'importance des attributs : la structure de pondération était la suivante :

Attributs	Nominal	RDM	DVD	PER	BPA
Coefficient d'importance (π)	0,25	1	0,25	0,5	1

Représentation graphique ; la performance en fonction de la qualité de l'action.

Le graphique suivant représente un nuage des points (chaque point est une entreprise), pour trouver une relation entre la performance et la qualité on doit utiliser maintenant le logiciel de régression.



Les résultats obtenus sont les suivants :

La relation de régression linéaire est : **PERF = 1,16362*QUA-0,148264**

La performance boursière d'une entreprise est négative (égale à $-14,82\%$) si la qualité de son action est nulle, dans les autres cas une augmentation de la qualité de l'action d'un point entraîne une progression de la performance de 1,163 point.

$\alpha = 1,16362$ avec une erreur type égale à 0,293 avec un niveau de signification est égale à : 99%

$\beta = -0,1482$ avec une erreur type égale à 0,21 avec un niveau de signification est égale à : 99%

$R^2 = 43,18\%$; la qualité obtenue avec cette structure de pondération exprime **43,18%** de la dispersion de la performance

Notre hypothèse est bien vérifiée avec des paramètres de l'équation de régression, qui sont plus performants et plus significatives.

$$\text{Residue (i)} = \text{PRF (i)} - \text{PRF}^{\wedge}(\text{i})$$

$$\text{Résidu (i)} = \text{Observé} - \text{estimé}$$

On note que l'entreprise N°4 et N°42 ont les résidus les plus importants avec :

$$\text{PRF (4)} = 0,764 \text{ alors que la performance estimée } \text{PER}^{\wedge}(4) = 0,4130 \text{ donc le Résidu} = 0,3509$$

$$\text{PRF (42)} = 1,000 \text{ alors que la performance estimée } \text{PER}^{\wedge}(42) = 0,5266 \text{ donc Résidu} = 0,4733$$

Résidu est positif, cela signifie que le degré de qualité déterminé avec la structure de pondération ($\pi_{(j)}$) dans le modèle de logique floue la suivante :

Attributs	Nominal	RDM	DVD	PER	BPA
Coefficient d'importance (π)	0,25	1	0,25	0,5	1

Est sous-estimé. (Théoriquement $g(i)$ doit augmenter jusqu'en $g^*(i)$)

Hypothèse : cette structure de pondération ($\pi_{(j)}$) ne reflète pas l'importance relative de chaque attribut mais elle a amélioré le coefficient de corrélation R^2 qui a augmenté de **32,71%** à **43,18%**

Conséquence : il faut mieux adapter ($\pi_{(j)}$) pour modifier les $g(i)$, donc il faut changer les coefficients d'importance des attributs pour trouver finalement l'équation de régression qui a eu le résidu le plus important et le risque d'erreur le plus faible.

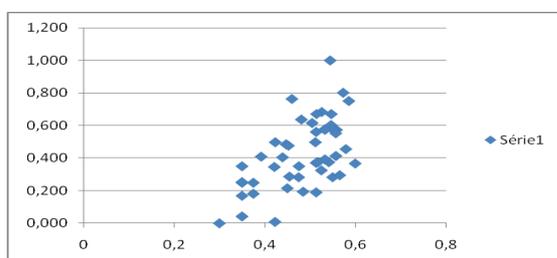
II. Résultat 3, résultat final :

Pour trouver un meilleur résultat, supposé final avec un coefficient de corrélation linéaire plus important, on a changé des fois multiples les coefficients d'importance des attributs ; jusqu' on a trouvé la structure de pondération suivante :

Attributs	Nominal	RDM	DVD	PER	BPA
Coefficient d'importance (π)	0,5	1	1	0,75	1

Représentation graphique ; la performance en fonction de la qualité de l'action

Le graphique suivant représente un nuage des points (chaque point est une entreprise), pour trouver une relation entre la performance et la qualité on doit utiliser maintenant la méthode de régression linéaire



Les résultats de logiciel sont les suivantes :

La relation de régression linéaire est : $PERF = 1,4174*QUA - 0,2494$

La performance boursière d'une entreprise est négative (égale à $-24,93\%$) si la qualité de son action est nulle, dans les autres cas une augmentation de la qualité de l'action d'un point entraîne une progression de la performance de $1,4174$ point.

$\alpha = 1,4174$ avec une erreur type égale à $0,17$ avec un niveau de signification est égale à : $97,10\%$

$\beta = -0,2494$ avec une erreur type égale à $0,0011$ avec un niveau de signification est égale à : 100%

$R^2 = 45,97\%$; la qualité obtenue avec cette structure de pondération exprime $45,97\%$ de la dispersion de la performance

Notre hypothèse est bien vérifiée avec des paramètres de l'équation de régression, qui sont plus performants et plus significatifs.

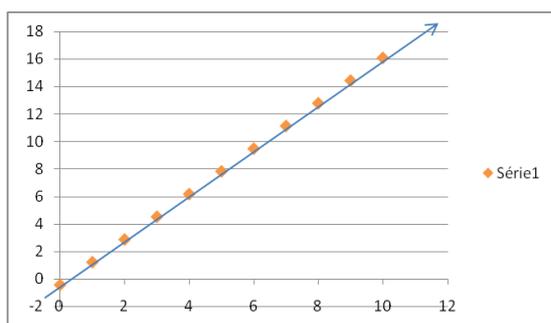
Hypothèse : cette structure de pondération (π) ne reflète pas l'importance relative de chaque attribut mais elle a amélioré le coefficient de corrélation R^2 qui a augmenté de **$32,71\%$ à $45,97\%$**

Conséquence : On a bien adapté (π) pour modifier les $g(i)$, après des multiples changements des changer les coefficients d'importance des attributs pour trouver finalement l'équation de régression qui a eu le résidu le plus important et le risque d'erreur le plus faible.

Conclusion : On a changé les coefficients d'importance des attributs des fois multiples ce qui nous a permis de trouver un meilleur résultat, supposé final par un coefficient de corrélation linéaire plus important : **$45,97\%$** : la structure de pondération était la suivante :

Attributs	Nominal	RDM	DVD	PER	BPA
Coefficient d'importance (π)	0,5	1	1	0,75	1

La courbe suivante représente l'équation de régression de la performance en fonction de la qualité de l'action $PERF = 1,4174*QUA - 0,2494$



Hypothèse : cette structure de pondération ($\pi_{(j)}$) reflète l'importance relative de chaque attribut par ce qu'elle a amélioré le coefficient de corrélation $R^2 = 45,97\%$ (avec un niveau de signification égale à 98,56%), ce résultat est la plus importante trouvée.

On a adapté ($\pi_{(j)}$) ; les coefficients d'importance des attributs, le mieux possible pour modifier les $g(i)$, pour finalement on a confirmé notre hypothèse avec l'équation de régression qui a eu le résidu et le niveau de signification les plus importants et le risque d'erreur le plus faible.

Notre hypothèse en bien vérifiée : la performance Boursière d'une entreprise cotée sur la place de Tunis est positivement corrélée avec la qualité de l'action (définie dans notre cas par leur nominal, le rendement, bénéfice, dividende, et le price earning ratio). La qualité obtenue avec la dernière structure de pondération exprime 45,97% de la dispersion de la performance.

Conclusion.

Qu'est ce qui motive les particuliers ou les entreprises à investir alors qu'ils pourraient dépenser cet argent immédiatement ? Les réponses instantanées à cette question sont l'épargne, le sentiment de sécurité, l'envie de transmettre d'une génération à une autre... Une autre raison est le désir d'accroître son patrimoine, c'est à dire de faire croître cet argent.

Les décisions d'investissement sont donc multiples, mais il n'est pas nécessaire d'être fortuné pour investir en bourse. Beaucoup d'épargnants, jeunes et moins jeunes, peuvent en effet y faire leurs premiers pas avec des moyens limités soit par le biais de SICAV ou de fonds communs de placement à la portée de tout le monde, soit en participant à la vie d'un club d'investissement, véritable auto-école de la bourse. Même la constitution d'un portefeuille géré en direct n'exige pas une mise de départ importante.

Chaque investisseur ayant ses propres anticipations et ses propres techniques d'évaluation, il n'est pas étonnant de constater qu'il existe pour un même titre plusieurs valeurs fondamentales. C'est ainsi qu'au même moment une action pourra sembler surévaluée pour un gestionnaire et sous-évaluée pour un autre. Comme le prix de marché reflète l'agrégation des anticipations des investisseurs à un moment donné, il est tentant d'en déduire que la bonne estimation est justement le cours de Bourse. En d'autres termes, le marché donnerait en permanence la vraie valeur de l'entreprise. Dans le cas d'un investissement en Bourse des valeurs mobilières de Tunis, un particulier, dans son choix d'investissement donne une grande importance au bénéfice par action, au dividende, au rendement, au price earning ratio en fin au nominal de l'action en quatrième degré . La performance Boursière d'une

entreprise est positivement liée à la qualité de ses actions, cette qualité qu'on a définie dans cette étude par le bénéfice par action, le nominal, le rendement, le dividende et le price earning ratio. Le bénéfice par action (BPA), le rendement et la politique de distribution des dividendes sont les plus importants critères publiés qui influencent le plus le choix des titres, puis on trouve le price earning ratio (PER) et le nominal de l'action.

A partir de notre recherche on a essayé de trouver comment à l'aide d'une échelle, l'entreprise peut fidéliser ses investisseurs particuliers. L'entreprise peut définir sa politique envers le marché boursier et choisir les bons moments de demande des capitaux suivant l'importance de chaque critère de prise de décision chez les investisseurs particuliers surtout quand on voit ce qui s'est passé sur les différents marchés internationaux.

La procédure mise au point dans notre recherche a donné lieu à des résultats satisfaisants ; la qualité d'une action compte tenu des coefficients d'importance obtenue à la dernière phase de l'analyse rend compte de plus de 46% de la dispersion des performances boursières, le résultat est satisfaisant dans la mesure où les tests économétriques sont positifs et prouvent que le résultat est significatif.

Il est à noter aussi que généralement on prend la décision d'investissement selon des critères financiers, qui sont des critères objectifs quantitatifs. Mais dans certains cas, la décision d'investissement n'est pas prise même si les critères financiers sont compatibles. Ce qui nous conduit à chercher d'autres critères subjectifs qualitatifs influençant la décision d'investissement. Toutefois, il reste encore 54% de non-expliqué, ce qui signifie qu'un certain nombre d'indicateurs boursiers (attributs) ont été écartés de notre analyse (l'image de l'entreprise, son secteur d'activité, part de l'Etat dans le capital, la notoriété de PDG, l'historique de l'entreprise,...) sachant que la logique floue est un outil particulièrement adapté à leur traitement dans un modèle scientifique et néanmoins humain.

Bibliographie

- Acquet D. (1996) ; Crédibilité boursière et politique de financement .Paris X-Nanterre et à l'INSEAD-CEDEP.
- Aharony, Joseph, and Itzhak Swary (1980) 'Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders' returns: an empirical analysis,' *Journal of Finance* 35, 1–12.
- Asquith,Paul, and DavidW. Mullins, Jr (1983) 'The impact of initiating dividend payments on shareholders' wealth,' *Journal of Business* 56, 77–96.

- Bahattacharya S. (1979), Imperfect Information, Dividend Policy and “The Bird in the Hand Fallacy, *Bell Journal of Economics*, Vol. 10, No. 1, pp. 259-270.
- Booth, Laurence (2003) ‘The importance of dividends,’ Working paper, University of Toronto
- Boudoukh et coll., 1998. The best of both worlds. *Risk* 11, 64, 67.
- Burg D. : Actionnariat. *Les échos* (Marchés), 18 janvier 2007 page : 32.
- Creswell et John W. (1998). *Qualitative Inquiry and Research Design. Choosing Among Five Traditions*. Thousand Oaks, London Delhi: Sage Publications. Inc.
- Brown et coll (1985), "Using Daily Stock Returns: The Case of Events Studies," *Journal of Financial Economics*, 14: 3-31.
- Dyckman T. et coll (1984), "A Comparison of Event Study Methodologies Using Daily Stock Returns: A Simulation Approach," *Journal of Accounting Research*, 22: 1-33.
- Dohou.A et Berland N. (2007), mesure de la performance globale des entreprises.
- Dumontier P (2006) : Le dividende, l'entreprise et l'actionnaire : *Revue de gestion HEC Montréal* p 23-46 , Décembre 2006.
- Fama, E.F. and K.R. French (1992) The Cross-section of Expected Stock Returns, *Journal of Finance*, 47, 427-486.
- Fustier B. (2007) Evaluation, prise de décision et logique floue. *Economie appliquée* 1 : 155-174.
- Haugen R.A. (1996), Finance from a New Perspective, *Financial Management*, Vol. 25, N°1, Spring 1996, p. 86-97.
- Henchiri J.D (2002) : l’impact de l’information financière, divulguée à travers internet, sur le comportement des investisseurs : Analyse empirique sur le marché boursier Tunisien ; *Revue africaine de Gestion* N°1 Avril 2002.
- John K. et Williams J. (1985), Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium,” *the Journal of Finance*, Vol. 15, No. 4, pp. 1053-1070.
- Kenneth, Khang et coll: Does Dividend Policy Relate to Cross-Sectional Variation in Information Asymmetry? Evidence from Returns to Insider Trades; *Financial Management Association Financial Management: 2006* Volume 35, p231-263.
- Loughran, T., Ritter, J., Rydqvist, K., 1994, « Initial public offerings: international insights », *Pacific-Basin Finance Journal* 2, p. 165-199.
- Mattoussi et coll. (2004), effet de l’innovation sur la performance boursière : une démarche par les compétences.

- Maurer F. (1998) ; Performance boursière rendement/risque et mode de diversification
- Millers et Huberman (2003). Analyse des données qualitatives. Paris : Deboeck University, 2e edition
- Miller et Rock K. (1985), Dividend Policy under Asymmetric Information,” the Journal of Finance, Vol. 15, No. 4, pp. 1031-1051.
- Miller, E., 2000, « Long run underperformance of initial public offerings: An explanation », *University of New Orleans* working paper.
- Miller E.(1977) « Risk, Uncertainty and Divergence of Opinion », *Journal of Finance*, Vol. 32, pp. 1151- 1168, 1977
- Miloud T. (2002), Performances à long terme des introductions en bourse : Une comparaison pariée entre l’Euro. NM et le Nasdaq.
- Moore G. (2001), Corporate Social and Financial Performance: An Investigation in the U.K. Supermarket Industry, *Journal of Business Ethics*, 34 : 3, December, 299-315.
- Omri A. et Mehri B. (2003) Performance des Entreprises Tunisiennes.
- Pelras N. (2000), L’intérêt des français pour la bourse : Richelieu Finance. Juillet 2000.
- Plihon D.et Zarkowsky (2002) ; Quel scénario pour le gouvernement d’entreprise ? Une hypothèse de double convergence, *Revue d’économie financière*, 63, 35-51.
- Ritter J.R., 1991, “The long run performance of initial public offerings”, *Journal of Finance* 46, 3-28.
- Ritter J.R., 1998, “Initial public offering”, *Contemporary Finance Digest* 2, No 1, 3-30.
- Sahut J.M. , Rajhi M.T et Cherrak J. (2004) ; Efficience du marché des offres publiques initiales tunisiennes.
- Shiller R. (1981) “Do stock price move too much to be justified by subsequent changes in dividends” *American Economic Review*, vol71, 421 -436
- Shiller R. (1990) “Speculative price and popular models”*Journal of Economic Perspective*” vol 4, n°2.
- Spiesser P. (2004), *La Bourse*, deuxième édition Vuibert.
- Scholes M. et Williams (1979), « Estimating betas from nonsynchronous data », *Journal of financial economics*, 5(1977), 309-327.
- Stephen R.et Stephen G (2006). The changing role of dividends: a firm-levelstudy from the nineteenth to the twenty-firstcentury, *Revue canadienne d’Economie*, Vol. 39, No. 4 novembre 2006.

- Roden F. et Stripling (1996), Dividend Reinvestment Plans as Methods of Raising Equity Financing, *Review of Financial Economics*,5,91-100.
- Roselyne Pierre (1986) ; La bourse à votre portée, édition Dunod Paris 1986.
- Rousseau P., Tabatoni O., [1998], La création de valeur pour les actionnaires : synthèse et limites des mesures traditionnelles de la valeur, pp. 497-511, *Actes des XIVèmes journées nationales des IAE, 1998*.
- Tchemini E.(1993) l'évaluation des entreprises, Economica édition.
- Thierry P.R. (2004) : L'impact de l'affectation du free cash flow sur la création de valeur actionnariale : le cas de la politique d'endettement et de dividendes des entreprises françaises cotées. Centre lillois d'analyse et de recherche d'évolution des entreprises.
- Vitrak D. (2002), Investir en Bourse p 24, édition Gualino Février 2002.
- Vitrak D. (1989) ; Les clés de la bourse p 45-54: Edition SEFI ; 1989