ISSN: 2658-8455
Volume 7, Issue 14 (2026), pp. 276-300.
© Authors: CC BY-NC-ND

IJAFAME
International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management & Economics

L'existence des facteurs communs de liquidité sur les marchés financiers africains : une investigation dans la perspective individuelle et globale sur la JSE et la NSE

The existence of commonality in liquidity in african financial markets: an investigation from both individual and global perspectives on the JSE and NSE

Zacharie DEUTOU NKENGWOU
Laboratoire FARGO
Ecole Superieure des Sciences Economiques et Commerciales
Université de Douala, Cameroun

Gaël Simplice TONMO
Institut Universitaire de Technologie de Badjoun
Université de Dschang, Cameroun

Edouard Guilaire DADEM KEMGOU
Faculté des Sciences Economiques et de Gestion
Université de Bamenda, Cameroun

Jules Roger FEUDJO
Faculté des Sciences Economiques et de Gestion
Université de Dschang, Cameroun

Adresse de correspondance :	Ecole Superieure des Sciences Economiques et Commerciales Université de Douala, Cameroun
Déclaration de divulgation :	Les auteurs n'ont pas connaissance de quelconque financement qui pourrait affecter l'objectivité de cette étude. Ils assument l'entière responsabilité de tout éventuel plagiat, de l'usage de l'intelligence artificielle dans la rédaction, ainsi que des résultats présentés dans cet article.
Conflit d'intérêts :	Les auteurs ne signalent aucun conflit d'intérêts.
Citer cet article	DEUTOU NKENGWOU, Z., TONMO, G. S., DADEM KEMGOU, E. G., & FEUDJO, J. R. (2026). L'existence des facteurs communs de liquidité sur les marchés financiers africains : une investigation dans la perspective individuelle et globale sur la JSE et la NSE. *International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics*, *7*(14), 276–300. https://doi.org/10.528/zenodo.24084591
Licence	**Cet article est publié en open Access sous licence CC BY-NC-ND**

Received: 06/02/2025 *Accepted: 08/10/2026*

Existence des facteurs communs de liquidité sur les marchés financiers africains : une investigation dans la perspective individuelle et globale sur la JSE et la NSE

Résumé

Le débat au sujet de l'existence des facteurs communs de liquidité sur les marchés financiers reste un sujet d'actualité jusqu'à nos jours et plusieurs places financières de l'Afrique Subsaharienne n'ont pas encore fait l'objet d'une telle étude empirique. Ce papier a donc pour objectif de vérifier l'existence des facteurs communs de liquidité sur la JSE et la NSE. Pour y parvenir, on a eu recours aux données en série temporelle de 224 actions cotées dont 121 pour la JSE et 103 pour la NSE entre 2000 et 2020 avec pour indicateur de liquidité le volume de transaction. Les méthodes des Moindres Carrés Ordinaires (MCO) et des Moindres Carrés Généralisés (MCG) sont utilisées comme technique d'estimation. Les résultats obtenus permettent de conclure l'existence des facteurs communs de liquidité dans une perspective individuelle (intra- marché) et globale (inter -marché). Par conséquent, les investisseurs doivent prendre en compte le risque systématique de liquidité dans leur stratégie de gestion du portefeuille et de placement.

Mots clés : facteurs communs de liquidité, liquidité, NSE, JSE, marché financier.
JEL Classification : G11, G12
Type du papier : Recherche empirique

Abstract

The debate regarding the existence of commonality in liquidity in financial markets remains a topical issue, yet many financial markets in Sub-Saharan Africa have not yet been the subject of such empirical study. This paper therefore aims to examine the existence of commonality in liquidity on the JSE (Johannesburg Stock Exchange) and the NSE (Nairobi Securities Exchange). To this end, time-series data for 224 listed stocks 121 from the JSE and 103 from the NSE covering the period from 2000 to 2020 were analyzed, using trading volume as a liquidity indicator. Ordinary Least Squares (OLS) and Generalized Least Squares (GLS) methods were employed for estimation. The results confirm the existence of commonality in liquidity, both from an individual (intra-market) and a global (inter-market) perspective. Consequently, investors should account for systematic liquidity risk within their portfolio management and investment strategies.

Keywords: commonality in liquidity, liquidity, JSE and NSE, financial market.
Classification JEL : G11, G12
Paper type: Empirical Research

ISSN: 2658-8455
Volume 7, Issue 14 (2026), pp. 276-300.
© Authors: CC BY-NC-ND
IJAFAME
International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management & Economics

1. Introduction

La liquidité est une qualité recherchée à la fois par les investisseurs (qui cherchent à détenir des actifs facilement cessibles), par les émetteurs (qui cherchent un financement moins cher) que par les régulateurs (qui cherchent à mettre en place un système financier efficace et pérenne) (Bouzia, A. et Cherkaoui, K. ; 2020). Elle est considérée comme l'un des attributs le plus important des marchés financiers au regard de son importance qui réside dans sa capacité à dynamiser le marché financier et à encourager le financement de l'économie (Deutou,N.Z. et al.2025). Un manque de liquidité sur le marché boursier impacte directement la dynamique de souscription sur le marché primaire, ce qui peut mettre en péril le financement de l'économie voire paralyser le fonctionnement du marché financier dans sa globalité. Une forte baisse de la liquidité est largement citée comme un catalyseur important de la contagion financière prévalue pendant la crise financière 2007–2009 (Rösch et Kaserer, 2014). La liquidité du marché constitue un aspect du maintien de la stabilité du marché en assurant la liquidité suffisante (Geithner, 2007) et influence la liquidité bancaire (Brunnermeier et Pedersen, 2008).

Un marché est donc réputé liquide si les transactions y sont nombreuses et très peu coûteuses. Contrairement à la liquidité du marché, un actif financier est considéré comme liquide lorsqu'il est possible de l'acheter ou le vendre rapidement à un prix proche du prix affiché. De ce fait, la liquidité des actions a des répercussions sur la structure financière (Mohamed Ben Houad et Youssef Oubouali, 2018), le coût du capital (Skjeltorp et Odegaard, 2015) et le risque de défaillance des sociétés (Xiao, Xiao, Liu, et Wang, 2014). Elle dépend de plusieurs facteurs regroupés en deux catégories. Des facteurs qualifiés de spécifiques ou individuels et d'autres qualifiés de systématiques ou communs.

« Les facteurs spécifiques, concernent le volume journalier des transactions en valeur, le nombre des transactions par jour, le nombre moyen d'actions échangées, la taille de la firme mesurée par l'importance de la capitalisation boursière, le risque du titre lui-même mesuré par la volatilité des rendements observés dans le passé et le niveau du prix. » (Minguet, A. 2003).

« Les facteurs communs par contre consistent à supposer que lors d'un choc de liquidité, tout le marché serait touché, le retournement serait général, sauf que les proportions restent dépendantes de la nature du choc global. » (Fournier, E. C. 2003)

L'intérêt croissant de l'étude au sujet du facteur commun de liquidité réside dans le risque que représente cet élément sur les marchés financiers, d'autant plus que ce risque est un risque systématique ou non diversifiable. Plusieurs travaux empiriques se sont intéressés à la question de l'existence des facteurs communs de liquidité et sont regroupés en deux classes. Des travaux qui ont affirmé l'hypothèse d'existence de facteurs communs de la liquidité boursière (notamment, les travaux de Chordia et al. (2000), Huberman et Halka (2001), Olfa et Benouda (2010)), et des travaux qui ont par contre infirmé l'hypothèse, pour la simple raison que l'effet des facteurs communs sur la liquidité des titres reste relativement faible (Hasbrouck et Seppi, 2001, Fabre et Frino, 2004, Bouzia, A et Cherkaoui, K, 2020). De ce fait, la question de la liquidité des actions cotées à la JSE et à la NSE réputé les plus liquides du continent africain attire notre attention. C'est dans cette perspective que la question des facteurs communs de liquidité sur la NSE et la JSE se pose avec acuité. Il y'a lieu donc de vérifier l'existence ou pas des facteurs communs de liquidité sur ces places boursières dans une perspective individuelle et globale. Il est important de signaler que cette étude s'inscrit dans le prolongement de nos travaux antérieurs (Deutou, N.Z. et al. 2025) Non seulement par le changement du cadre empirique e l'indicateur de mesure de la liquidité, mais aussi par la prise en compte de la perspective globale des facteurs communs de liquidité. La problématique principale s'articule donc autour de la question suivante : existe-t-il des facteurs communs liquidité sur les deux premières places boursières de l'Afrique Subsaharienne dans une perspective individuelle et globale?

L'objectif de ce travail est de vérifier l'hypothèse de l'existence des facteurs communs de liquidité sur la NSE et la JSE. Pour ce faire, le présent travail sera organisé autour de trois axes. Le premier axe serait réservé à la revue de littérature. Le deuxième axe serait consacré à la méthodologie et le troisième axe quant à lui s'intéressera à une approche empirique sous forme d'une régression linéaire, appliquée au marché de la NSE et JSE, en vue d'en examiner l'existence ou non de facteurs communs de liquidité.

2. Revue de littérature

Il est question ici de présenter l'approche conceptuelle de la liquidité, le modèle de marché adapté à la liquidité et une relecture des principaux débats relatifs à l'existence des facteurs communs de liquidité.

2.1. Du concept de la liquidité au modèle de marché adapté à la liquidité

2.1.1. Le concept de liquidité

Il s'avère fortement difficile de cerner de façon succincte et précise le concept de la liquidité. La définition de cette notion étant « une « tâche ardue », vue ses multiples dimensions » (EL KASMI M. N., 2000). Certains auteurs qualifient le concept comme étant « à facettes multiples » (Hamon.J., 1995), « ambigu » (Jousset H., 1992), concept « qui n'est pas clair » (Lippman S. A., Mc call J. J., 1986) ou encore de concept « glissant » (Hicks J., 1962). Elle se définit comme un assemblage de propriété et plutôt que comme une caractéristique unidimensionnelle des actifs et des marchés où ceux-ci sont échangés (Bervas, 2006). Il est plus facile d'identifier la liquidité que de la définir (Crockett, 2008). Il s'agit d'une notion relative, un actif est d'autant plus liquide, s'il s'échange aisément contre « la liquidité par excellence » qu'est la monnaie, c'est-à-dire à faible coût, dans un bref délai et sans variation de prix notable (Bervas, 2006).
Harris (1990) considère qu'un marché est liquide, si les investisseurs peuvent acheter ou vendre un nombre important des titres quand ils le souhaitent et à un coût transactionnel faible. La liquidité est la volonté de quelques investisseurs (souvent les Markets Markers non nécessairement) à se porter en contrepartie d'une transaction initiée par un tiers, à un coût faible.
De ces définitions ci-dessus, nous pouvons dire que la liquidité appliquée à un titre désigne la facilité avec laquelle sa contrepartie est trouvée sur le marché, sans qu'il y ait un effet significatif sur son prix et sans attirer des coûts des transactions importantes. En d'autres termes, il s'agit de la facilité pour les actifs de subir des transactions importantes sans qu'il y ait un impact significatif sur leur prix. Par contre, la liquidité appliquée sur marché désigne la possibilité que ce dernier à tout moment offre aux investisseurs d'acheter ou de vendre un actif quel que soit leur volume et à un coût de transaction négligeable.
On peut également définir la liquidité selon le critère d'étroitesse, de profondeur et de résilience (Black, 1971) et (Kyle, 1985).
L'étroitesse d'un marché financier se définit par le coût de reversement d'une position quelconque d'un investisseur dans un intervalle de temps minimum (temps nécessaire pour effectuer une transaction). On l'analyse généralement par une double opération, le coût d'achat et de vente simultanément. Plus ce coût est réduit, plus le marché est étroit, et ce d'autant plus que le délai d'attente pour un investisseur de voir s'exécuter son ordre sur le marché est faible. Ce critère fait ainsi un écho à deux composantes distinctes de l'étroitesse d'un marché : un coût et un délai transactionnels. Le coût de transaction se mesure communément par la somme des commissions et de courtages versée par l'investisseur à l'intermédiaire négociateur, et de la fourchette rémunérant le service de la liquidité du marché. La fourchette représente le coût principal de l'étroitesse et est simplement la différence entre le cours acheteur et le cours vendeur sur le marché. Le cours acheteur est le prix maximum que le teneur de marché (market maker) est prêt à payer à un moment donné pour acquérir une certaine quantité d'actif.

ISSN: 2658-8455
Volume 7, Issue 14 (2026), pp. 276-300.
© Authors: CC BY-NC-ND
IJAFAME
International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management & Economics

Symétriquement le cours vendeur désigne le prix minimum auquel il est disposé à vendre une certaine quantité.
La profondeur d'un marché financier définit la taille minimale d'un flux d'ordre requis pour faire fluctuer les prix de marché, ou encore l'importance du nombre de titres portés à l'échange. La profondeur d'un marché financier s'analyse à double titre (Wyss, 2005) puisqu'elle concerne le nombre de titres à la fois offert à l'achat et demandé à la vente. Un marché est donc d'autant plus profond qu'il existe un nombre important de titres à l'échange, ou encore que les transactions de taille importante peuvent avoir lieu sans provoquer d'impact sur le prix des actifs.
La résilience, enfin, analyse la vitesse à laquelle les prix absorbent un choc non informationnel et aléatoire c'est-à-dire la rapidité avec laquelle les cours retrouvent leur niveau d'équilibre à la suite d'un choc aléatoire dans les flux de transaction. Un marché financier sera d'autant plus résilient que lorsqu'il a la capacité de résorber rapidement les déséquilibres entre les offres d'achat et de vente. Selon Damodaran (2005), ce concept est directement lié à celui de coût de transaction qui prend ici le nom du coût de manque de liquidité (« illiquidity cost »). Il ne s'agit pas de quelque chose de constant, mais qui subit des variations dans le temps et suivant les actions.
En conclusion, un marché tout à fait liquide garantirait à tout instant un prix unique à l'achat et à la vente d'une manière certaine, quelles que soient la quantité en jeu. Les marchés financiers, même ceux réputés les plus liquides ne se conforment qu'imparfaitement à cette configuration idéale (Bervas, 2006).

2.1.2. Le modèle de marché adapté à la liquidité

Le modèle de marché initialement proposé par Sharpe (1963) propose une approche plus affinée de l'analyse de la volatilité. Le soubassement étant que les fluctuations du rendement d'un titre peuvent être attribuées d'une part à des facteurs systématiques qui affectent l'ensemble du marché et d'autre part, à des facteurs spécifiques à un titre. Selon ce modèle, les fluctuations dues à des facteurs propres peuvent être réduites, voire complètement exclues via l'effet de diversification.
Le modèle de marché établit une relation linéaire entre le rendement d'une action i et le rendement du marché. L'équation de régression qui détermine cette relation s'écrit de la manière suivante : $Ri = \alpha i + \beta i\, RM + \varepsilon i$.
Ri le rendement du titre, αi le terme constant, βi coefficient systématique, RM le rendement du marché et εi le résidu ou le terme d'erreur.
Ce modèle ne repose sur aucun édifice théorique et s'inscrit comme une suite des travaux de Markowitz (1952), en ce sens qu'il vient réduire la quantité très importante de calculs qu'impose le modèle de gestion des portefeuilles de ce dernier. Il s'agit d'une formulation strictement empirique proposée pour la première fois par Sharpe (1963). Sa validation est une question purement factuelle, c'est-à-dire subordonnée au succès de la mise en œuvre de la régression linéaire simple. Selon ce modèle, le rendement d'un titre (R_i) peut être décomposé de la manière suivante :
- une composante dite « systématique » (facteur commun) : $\beta_i R_M$
- une composante dite « spécifique » (facteur spécifique) : $\alpha_i + \varepsilon_i$

Ce modèle a conduit à plusieurs travaux, dont l'une, la plus notable dans la littérature financière de nos jours est celle qui traite du problème de l'existence du facteur commun de liquidité. Ce courant de recherche a vu le jour dans les années 2000 avec une étude empirique faite par Chordia, Roll et Subrahmanyam. Ces derniers utilisent le modèle de marché adapté à la liquidité. Ce modèle se diffère de celui de Sharpe par le simple fait que le rendement du titre est remplacé par la variation de la liquidité de ce dernier. L'équation du modèle se présente ainsi :

$$\Delta L_{j,t} = \alpha_J + \beta_J \Delta L_{M,t} + \varepsilon_{J,t}$$

Où $\Delta L_{J,t} = \frac{L_{J,t} - L_{J,t-1}}{L_{J,,t-1}}$ est la variation relative de liquidité du titre j d'un temps t-1 à t

$\Delta L_{M,t} = \frac{L_{M,t} - L_{M,t-1}}{L_{M,t-1}}$ est la variation relative de liquidité du marché d'un temps t-1 à t

β_J (appelé bêta), c'est la pente qui mesure la sensibilité de la variation de la liquidité d'un titre à celle du marché

α_J est le terme constant et $\varepsilon_{J,t}$ est le terme d'erreur.

2.2. L'existence des facteurs communs de liquidité : les résultats empiriques obtenus par différents auteurs

Cette sous-section est subdivisée en deux parties : la première présente quelques études empiriques déjà faites au sujet de l'existence des composantes systématiques de liquidité sur les marchés individuels (facteur commun de liquidité intra marché) et la présentation des celles déjà effectuées dans une perspective globale (composantes systématiques de liquidité inter-marché) font objet de la deuxième.

2.2.1. Les composantes systématiques de liquidité intra-marché (perspective individuelle)

La liquidité est restée longtemps explorer dans la littérature financière dans une perspective individuelle. Cependant, son absence pendant la crise asiatique de 1997-1998 a motivé les chercheurs financiers d'explorer sa composante systématique (Tissaoui et al, 2015). Ce n'est qu'à partir des années 2000 que la première étude empirique sur cette composante systématique a vu le jour sur la bourse de NYSE avec les travaux de Chordia, Roll et Subrahmanyam. Les études portant sur ce domaine de recherche sont faites sur plusieurs marchés avec des techniques différentes.

Chordia, Roll et Subrahmanyam (2000) sont les premiers à s'intéresser aux facteurs communs de liquidité ; ils explorent les interactions entre les mesures de liquidité à partir des données cotées et suggèrent que la liquidité n'est pas juste l'attribut d'un actif individuel, mais que les mesures de la liquidité des actions co-varient entre elles. Même après avoir énumérés les déterminants individuels de la liquidité tels que le volume de transactions, la volatilité et le prix ; les facteurs communs restent signifiants et matériels. Dans leurs travaux, ils donnent un rôle important aux portefeuilles de marché. Ils ajustent leurs recherches en adaptant le modèle de marché à la liquidité ; ils substituent le rendement des titres par les variations des différents proxys de liquidité de 1169 actions (cotées sur le NYSE) testées sur l'année 1992. Ils estiment le coefficient (bêta) de liquidité et trouvent qu'il est significativement différent de zéro pour presque 30 à 35% des titres des sociétés cotées sur le NYSE. En conséquence, la profondeur (depth) et la fourchette (bid-ask spread) sont affectées significativement par la variation de la liquidité du marché. Ils déterminent qu'il y a une composante industrielle de liquidité et concluent que les facteurs communs sont biens présent dans cette dernière.

En outre, ils ont trouvé l'évidence de l'effet taille sur les facteurs communs de la liquidité, par lequel les variations des bid-ask spread observées sur l'ensemble du marché ont un plus grand effet sur celles observées sur les sociétés de taille importante pris individuellement que les sociétés de petite taille, même si les grandes sociétés aient les plus petites fourchettes moyennes. Simultanément, la taille a peu d'effet sur la profondeur, bien que cette dernière montre également les facteurs communs à la liquidité des titres. De façon générale, les facteurs communs de la liquidité des titres ont un effet significatif sur la taille (Chordia et al., 2000).

Certains auteurs à l'instar de Brockman et Chung (2002), Fournier, E. C. (2003), concluent également l'existence des facteurs communs de liquidité sur la bourse de Hong Kong et le marché parisien des actions respectivement, en utilisant la méthodologie de Chordia, et al. (2000).

ISSN: 2658-8455
Volume 7, Issue 14 (2026), pp. 276-300.
© Authors: CC BY-NC-ND
IJAFAME
International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management & Economics

Parallèlement, d'autres méthodes ont été mise en œuvre pour tester l'existence des facteurs communs de liquidité.

Huberman et Halka (2001), ont également précisé que la plupart des théories courantes se concentrent sur la liquidité individuelle des différents titres ; peu des choses ne peuvent être appris de ces théories au sujet des variations de la liquidité qui affectent plusieurs titres simultanément. Ils raisonnent que la liquidité de différents titres varie avec le temps et en coupe transversale, et ont prouvé que cette variation a une composante commune. Pour détecter statistiquement la présence d'une composante systématique de la liquidité, ils ont estimé la structure autorégressive de chacune des quatre déterminants de liquidité : la fourchette (spread), ratio de spread/price, profondeur (depth) en quantité et la profondeur en valeur (dollar), pour dériver une série des résiduels des processus autorégressifs. Ces innovations sont franchement corrélées pour chaque déterminant de la liquidité, indiquant ainsi la présence de la composante commune de la liquidité. Ils aboutissent aux mêmes conclusions que Chordia et al. (2000).

Hasbrouck et Seppi (2001), précisent que le fait de se concentrer sur les actifs pris individuellement à amener les chercheurs d'être ignorants des faits les plus fondamentaux sur des interactions entre les actifs. Ainsi, ils soutiennent aussi le déplacement du foyer des recherches de l'analyse des différents actifs individuels au foyer des recherches de l'analyse sur les variations entre les actifs. Ils s'épaulent des analyses en composante principale et des corrélations canoniques pour l'appréhender à travers l'utilisation de trois séries de données calculées sur les 30 actions du DJIA de l'année 1994 : les rendements, les flux d'ordres et la liquidité. Ils font apparaître des composantes communes pour les flux d'ordres et les rendements, mais concernant la liquidité les résultats restent très modeste et ne permettent d'affirmer l'existence des facteurs communs de la liquidité que sous certaines conditions. Tandis qu'il y'a une forte évidence des facteurs communs dans les flux d'ordres et les rendements des actions, l'évidence des facteurs communs dans les mesures de liquidité ne sont pas significatifs.

L'absence des facteurs communs de liquidité dans l'étude de Hasbrouck et Seppi (2001), pourraient être provoqués par la petite taille de leur échantillon, composé uniquement de 30 actions du DJIA (Brockman et Chung, 2002). Ces derniers construisent un index similaire à Hasbrouck et Seppi en utilisant quatre grandes compagnies du marché de Hong Kong composées chacune de sept industries. Ils utilisent dans leur étude la méthodologie de Chordia et al. (2000) et avec un échantillon composé de vingt-huit entreprises. Ils trouvent une forte présence des facteurs communs de liquidité sur cette place financière.

Coughenour et Saad's (2004) utilisent une approche combinée des éléments favorables de Chordia et al. (2000), Hasbrouck et Seppi (2001) et montrent que la liquidité des actions individuels Co-varient avec celle du marché sur le NYSE. Pour chaque mesure de la fourchette (fourchette cotée, fourchette relative), plus de 90% des bêtas de la liquidité du marché sont positifs et statistiquement significatifs. Ces résultats indiquent la présence des facteurs communs de liquidité à une proportion plus forte que les études précédentes.

Martinez et al. (2003) ont élargi les travaux empiriques sur l'existence des facteurs communs de liquidité tout en incluant le cas du marché espagnol. Dans leur étude basée sur la relation qui existe entre l'évaluation des actifs financiers (processus de formation des cours boursiers) et le risque systématique de liquidité, ils confirment qu'ils existent également sur ce marché la présence des facteurs communs de liquidité. C'est dans ce même ordre d'idée que s'inscrive les travaux d'Acharya et Pedersen (2005) menés sur le NYSE et AMEX à travers la mise en place de LCAPM. Ces auteurs dans ce modèle présentent la covariance entre la liquidité du marché et la liquidité des actions individuelles.

Henker et Martens (2004) essayent de détecter la présence des facteurs communs de liquidité par l'utilisation « spread cost decomposition model ». Dans ce dernier, la fourchette issue d'une transaction peut être décomposée en : coût de la sélection adverse, coût d'inventaire spécifique

à chaque action, le coût de traitement des ordres et la composante des coûts de la pression de la demande et d'achat de toutes les actions sur le marché. Ils trouvent à une proportion significative que la fourchette (spread) est expliquée par une pression d'achat et de vente sur le marché, par conséquent fourni une évidence forte des facteurs communs de liquidité.

Brockman et Chung (2009), mènent une étude plus compréhensive sur quarante-sept marchés boursiers. En utilisant l'approche de Chordia et al. (2000), ces auteurs confirment que sur la plupart des marchés boursiers retenus dans l'échantillon de leur étude, la liquidité des actions mesurée par le « Spread » et le « Dephts » est significativement influencée par la liquidité du marché. Ces auteurs précisent l'existence d'une forte composante systématique dans les marchés boursiers émergents Asiatique lorsque la liquidité est mesurée par le « Spread » tandis que sur les marchés boursiers de l'Amérique du Nord, cette forte composante s'observe plutôt avec le « depths ».

Syamala et al. (2014) ont examiné l'existence des facteurs communs de liquidité sur les marchés d'action et d'option émergents. Leurs résultats ont permis de conclure que la liquidité du marché influence celle des actions même après le contrôle des variables spécifiques associées aux actions.

Tissaoui et al. (2015) utilisent la méthodologie de Chordia et al. (2000) sur un échantillon de trente-huit (38) actions qui ont été cotées sans interruption sur le marché d'action tunisien pendant la période d'octobre 2008 à juin 2009 et confirment l'existence des facteurs communs de liquidité sur ce marché. Sur un échantillon composé de 105 actions cotées sur la Saudi Stock exchange (Tadawul stock market) de janvier 2008 à décembre 2014, Tissaoui et al. (2018) utilisent également le modèle de marché pour documenter une forte présence des facteurs communs de liquidité sur ce marché.

José, L.M. et al. (2015), motivés par la littérature croissante au sujet de la liquidité d'action et par leur implication dans le processus de la détermination des cours boursiers, s'intéressent à l'existence et à l'identification de ces derniers sur le marché boursier portugais (Euronext Lisbon Stock Exchange). Ces auteurs pour tester l'existence des facteurs communs de liquidité sur ce marché utilisent les données mensuelles de la période allant du Janvier 1988 à décembre 2011 et plusieurs mesures de liquidités (fourchette « bid-ask spread », turnover, volume de transactions et la proportion de Zero return). Suivant la méthodologie de Chordia et al. (2000), ces auteurs montrent quelques évidences des facteurs communs de liquidité sur le marché portugais quand la proportion de Zero return est utilisée comme mesure de liquidité.

Foran et al. (2015), s'intéressent à l'existence de la composante systématique de liquidité sur le marché d'UK. Ils utilisent les données quotidiennes de cette entreprise de marché sur la période allant de Janvier 1991 à décembre 2013. Pour tester l'existence des facteurs communs de liquidité, ces auteurs ont eu recours à l'analyse en composante principale (ACP), au modèle de Chordia et al. (2000) et utilisent quatre indicateurs de liquidité : la fourchette cotée, la fourchette relative, le ratio d'illiquidité d'Amihud et le turnover. Leurs résultats suivant les deux approches et de tous les indicateurs de liquidité utilisés montrent une forte présence des facteurs communs de liquidité sur cette place boursière.

La plupart de ces études après avoir prouvé l'existence des facteurs communs de liquidité sur différents marchés individuels, un certain nombre d'études se sont intéressés à l'existence des facteurs communs de liquidité dans une perspective globale (contexte inter marché).

2.2.2. Les facteurs communs de liquidité inter - marché (perspective globale).

Depuis les années 2005, avec la crise de subprime en 2007 et surtout que cette dernière se distingue des autres par son caractère global et international, une nouvelle voie de recherche s'ouvre sur la microstructure des marchés en se focalisant sur l'existence des facteurs communs de liquidité globale sur les marchés des actions internationaux. L'étude de See Longin et Solnik (1995) souligne que l'accroissement de la corrélation entre les pays est conformé à l'intégration

ISSN: 2658-8455
Volume 7, Issue 14 (2026), pp. 276-300.
© Authors: CC BY-NC-ND
IJAFAME
International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management & Economics

des marchés financiers. Il y'a donc eu une littérature importante sur l'intégration des marchés financiers et leurs implications pour l'évaluation des actifs financiers. Quelques études ont examiné la corrélation dans le mouvement de prix (contagion) et la volatilité des prix à travers le marché (spillover) et ont essayé d'identifier les mécanismes fondamentaux que conduit l'interdépendance des marchés. De même, plusieurs chercheurs se sont intéressés du co-mouvement de la liquidité des marchés boursiers comme source d'interdépendance des marchés financiers. Cependant leurs résultats empiriques sont mixés.

Stahel (2005a) documente l'existence des facteurs communs de liquidité du marché non seulement au niveau d'un marché individuel, mais aussi dans un contexte de marché global (à travers les pays). Dans cette étude, il utilise un échantillon constitué uniquement, des marchés Japonais, UK et d'US sur la période allant de l'année 1980 à 2001. Cependant, ce résultat ne peut pas totalement s'appliquer sur les marchés émergents car ils ne sont pas encore intégrés avec les marchés financiers mondiaux (Pankaj J. et al., 2013).

Stahel (2005b) mène une étude plus étendue que le précédent en utilisant un échantillon dix-huit (18) marchés développés et émergents. Il trouve qui existe entre ces marchés des facteurs communs de liquidité. Cependant, son analyse du co-mouvement des variations de liquidité et des chocs de liquidité prouve que la corrélation entre les marchés est relativement faible.

La recherche de Brockman, Chung et Perignon's (2009) est la première étude étendue sur les facteurs communs de liquidité dans un contexte de marché aussi national qu'international. Ces auteurs utilisent les données intra journalières de la fourchette (spread) et de la profondeur (depth) comme mesures de la liquidité dans un échantillon composé de quarante-sept (47) marchés boursiers. A l'issue de cette recherche, ils confirment que le facteur commun de liquidité est un phénomène global.¶ Plus précisément, en utilisant la méthode de Chordia et al. (2000), ces auteurs montrent que la liquidité d'un marché est influencée par celle des autres (liquidité du marché global). Il existe donc un co-mouvement de liquidité entre¶ les marchés boursiers développés qu'émergents.

Min Bai et Qin Yafeng (2015), non seulement s'intéressent à l'existence de la composante systématique intra marché (marché individuel), mais aussi à la composante systématique de liquidité entre les marchés (facteur commun de liquidité inter marché) comme Brockman et Chung (2009). Ils mènent leur étude dans un échantillon composé de dix-huit marchés émergents : dix marchés Asiatique, cinq marchés de l'Amérique Latine, deux marchés Européens et un marché africain. Dans leur étude, ils s'intéressent beaucoup plus aux marchés de la même région géographique et trouvent que le co-mouvement de liquidité entre les marchés est plus important dans les marchés de la même région. Cependant, leurs résultats ne permettent pas de confirmer la présence d'un facteur commun global de liquidité entre ces marchés.

Tableau 1: récapitulatif de la revue de littérature empirique sur l'existence des facteurs communs de liquidité

Auteurs	Places boursières	Résultats	Indicateur de liquidité	Modèles
Existence des facteurs communs de liquidité intra-marché				
Chordia et al. (2000)	NYSE (USA)	La liquidité du marché influence significativement la liquidité des actions	Bid-Ask spread	Modèle de marché adapté à la liquidité
Huberman et Halka (2001)	NYSE (USA)	La variation de la liquidité du marché affecte plusieurs titres simultanément dans le temps	Bid-Ask spread	Modèle de série temporelle (corrélation des mesures de liquidité entre elles).
Hasbrouck et Seppi (2001)	NYSE (USA)	Absence des facteurs communs de liquidité si oui dans les proportions très faibles	Bid-Ask spread	ACP et Corrélation canonique
Brockman et Chung (2002)	Hong Kong	Forte présence des facteurs communs de liquidité	Bid-Ask spread	Modèle de marché adapté à la liquidité
Martinez et al. (2003)	Marché Espagnol	Présence des facteurs communs de liquidité	Bid-Ask spread	Relation entre le rendement des titres et la liquidité
Coughenour et Saad's (2004)	NYSE (USA)	La liquidité des actions individuelles co-varie avec celle du marché.	Bid-Ask spread	Approche combinée de Chordia et al. (2000) et de Hasbrouck et Seppi (2001)
Henker et Martens (2004)	Australia Market	Une proportion significative de spread est expliquée par la pression d'achat et de vente sur le marché par conséquent fourni une forte composante systématique de liquidité	Bid-Ask spread	Spread cost decomposition model
Fournier, E.C. (2003)	Marché parisien des actions	Existences d'évènements ou variables faisant varier la liquidité des titres simultanément	Bid-Ask spread	Méthode de Chordia et al. (2000)
Zichao Z. et al. (2011)	Shangai et Shenzen (CHINE)	La liquidité par secteur d'activité est plus importante dans l'explication des facteurs communs de liquidité. aucune évidence de l'effet taille.	Bid-Ask spread et depth	Méthode Chordia et al. (2000).
Karolyi et al. (2012)	40 Marchés développés et émergents (Australia, Argentina, Japan, Hong Kong, Italy,….)	L'existence des facteurs communs de liquidité. Ces derniers sont très hauts dans les périodes de haute volatilité du marché	Bid-Ask spread, Turnover	Vector autoregression models
Tissaoui et al. (2015)	Marche tunisien d'action	Liquidité du marché influence celle des titres	Bid-Ask spread, Depth	Méthode de Chordia et al. (2000)
Mirailles et al. (2015)	Marché Portugais (Euronext Lisbon Stock exchange)	Liquidité du marché influence celle des titres	Volume de transaction, turnover, Zero return, ratio d'illiquidité d'Amihud (2002)	Méthode de Chordia et al. (2000)
Foran et al. (2015)	UK	Une présence significative des facteurs communs de liquidité	Quoted spread	Méthode de Chordia et al. (2000) et ACP

ISSN: 2658-8455
Volume 7, Issue 14 (2026), pp. 276-300.
© Authors: CC BY-NC-ND

IJAFAME
International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management & Economics

Mohammad Tayeh et al. (2015)	Amman Stock Exchange	Liquidité du marché influence significativement celle de titre.	Bid-Ask spread	Méthode de Chordia et al. (2000)
Mohammad Tayeh et al. (2016)	Amman Stock Exchange	Liquidité du marché influence celle des titres en fonction du système de transaction. Il met en évidence l'effet taille dans l'explication des facteurs communs de liquidité	Bid-Ask spread, ratio d'Amihud (2000) et le turnover	Modèle de Chordia et al. (2000)
La plupart des études empiriques confirment l'existence des facteurs communs de liquidité sur un marché. Cependant, Hasbrouck et Seppi trouvent un résultat contradictoire à ceux de Chordia et al. (2000) et d'Huberman et Halka (2001) sur le NYSE.				
Existence des facteurs communs de liquidité inter- marché				
Stahel (2005 a)	UK, Japan, US (NYSE, AMEX NASDAQ, London Stock Exchange et Tokyo Stock Exchange).	La liquidité des actions individuelles est expliquée par un effet global de liquidité. Il conclut l'existence d'un facteur commun de liquidité inter marché et que ce dernier explique rendement espéré d'un titre	Bid-Ask spread, ratio d'Amihud (2000) et le turnover	Co variation entre la liquidité d'un titre et la liquidité globale (Modèle de Chordia et al. (2000) ajusté)
Stahel (2005 b)	18 Marchés développés et émergents	Absence d'un facteur commun de liquidité entre les marchés émergents et les marchés développés	Bid-Ask spread, ratio d'Amihud (2000) et le turnover	Co variation entre la liquidité des marchés
Brockman et al. (2009)	47 marchés émergents et développés	Existence d'un facteur commun de liquidité inter marché via le Co-mouvement entre la liquidité des marchés	Bid-ask spread et depth	Méthode ajustée de Chordia et al (2000)
Min Bai et Qin Yafen (2015)	Indian, Pakistan, Israel, Pakistan, Argentina, Turkey, Korea…	Existence d'une forte composante géographique dans l'explication de l'existence d'un facteur commun de liquidité inter marché. Ils arrivent à la conclusion de l'inexistence d'un facteur global de liquidité entre ces marchés.	Ratio d'illiquidité d'Amihud (2002)	Common factor analysis
Un état de controverse se trouve au cœur de la littérature empirique sur la question d'existence des facteurs communs de liquidité inter-marché (risque systématique global)				

Source : nous-mêmes, à partir de la revue de la littérature

3. Méthodologie de recherche

L'objectif de cette section est de présenter l'échantillon de l'étude, l'indicateur de la liquidité utilisée et les modèles d'analyses de l'étude

3.1. Échantillon

Cette étude porte sur un échantillon composé de 224 actions observées sur les deux premières places financières africaines (JSE et NSE). Ces actions retenues pour l'analyse sont cotées sans interruption et ont de façon régulière les informations sur la période d'étude.
Elles se résument dans le tableau suivant :

Tableau 2 : échantillon

Places financières	Nombre d'actions	Période de l'étude
JSE	121	2000 – 2020
NSE	103	2000 – 2020

Source : les auteurs

3.2. Indicateur de liquidité

Plusieurs études ont utilisé le « bid-ask spread » comme indicateur de liquidité. Mais, sur la plupart des marchés boursiers émergents réputés illiquides, on ne peut avoir les informations nécessaires pour la détermination de ce dernier. En effet, la plupart des marchés boursiers en Afrique utilisent encore un système d'ordre et non pas de cotation des prix. C'est pour cette simple raison qu'à côté de cet indicateur, nous avons retenu un autre indicateur l'activité transactionnelle (le Volume de transaction). Un marché liquide permet aux opérateurs d'effectuer une transaction importante, quel que soit le volume sans avoir un impact significatif sur les prix des actifs, ce qui soutient le volume de transaction comme une unité de mesure fiable et directe de la liquidité (Ihda Muktiyanto, 2015). Elle est un indicateur direct de la liquidité dont les données sont aisément disponibles sur les marchés boursiers. Algébriquement, le volume de transaction du marché $(VT_m t) = \frac{1}{n-1} \sum VT_i t.$ $VT_i t\,, VT_{mt}$ $et\ n$ désignent respectivement le volume de transaction d'un titre, volume de transaction du marché et le nombre de titre en mouvement dans le marché à la période t.

3.3. Les modèles d'analyses

Le premier modèle retenu dans le cadre de cette étude est celui de Chordia et al. (2000) avec ajustements appliqué sur deux marchés boursiers. Pour chaque marché, nous testons l'existence du facteur commun de liquidité action par action. Les ajustements du modèle viennent non seulement du fait de l'utilisation de la valeur des variables contrairement à la variation relative de ces dernières comme dans le modèle de Chordia et al. (2000) mais aussi de la prise en compte d'une variable de contrôle. L'inclusion de cette dernière (rendement moyen du marché $(R_m)\ au\ temps\ t, t-1\ et\ t+1)$ permet d'enlever la dépendance fallacieuse induite par une association entre le rendement et la mesure de la liquidité et dans l'ordre d'isoler l'effet du niveau de la liquidité du marché sur celui des actions (José, L. M. et al., 2015 ; Kai Tissaoui et al., 2015 ; Brockman et Chung, 2002 ; Ihda Muktiyanto, 2015). Chordia et al. (2000) utilisent dans leurs travaux les données journalières dont leurs variations quotidiennes ont des fluctuations plus élevées limitantes dans une grande proportion l'hypothèse de la stationnarité. Ce qui justifie l'intégration de la variation des variables dans leur modèle. Cependant, dans cette étude, les données utilisées sont mensuelles compte tenu du fait que les cotations sont peu fréquentes et se font dans des intervalles de temps irréguliers comme dans la plupart des marchés financiers africains, ce qui limite les fluctuations telles qu'observées dans les données journalières. De ces ajustements découle le modèle suivant :

ISSN: 2658-8455
Volume 7, Issue 14 (2026), pp. 276-300.
© Authors: CC BY-NC-ND
IJAFAME
International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management & Economics

$$L_{j,t} = \alpha_j + \beta_{1,j}L_{m,t-1} + \beta_{2,j}L_{m,t} + \beta_{3,j}L_{m,t+1} + \theta_{1,j}R_{m,t-1} + \theta_{2,j}R_{m,t} + \theta_{3,j}R_{m,t+1} + \varepsilon_{j,t}$$

avec $L_{j,t}$ la liquidité du titre j au temps t, $L_{m,t}$ la liquidité du marché au temps t et $R_{m,t}$ le rendement du marché au temps t.

Le second modèle retenu est celui ajustée de Brochman et Chung (2009). Il découle toujours de celui de Chordia et al. (2000). Cet ajustement vient également du fait de la prise en compte des valeurs et non de la variation de cette dernière. La méthode de Brockman et Chung se diffère de celui du modèle de marché adapté à la liquidité des pionniers du fait qu'ils ont régressé plutôt la liquidité du marché sur la liquidité de l'ensemble des marchés excepté du marché dont sa liquidité est la variable dépendante (la liquidité globale du marché de l'échantillon de leur étude). Ceci permet de saisir les facteurs communs de liquidité au niveau des marchés en faisant la régression marché par marché.

$$L_{m,t} = \alpha_m + \beta_{1,m}L_{M,t-1} + \beta_{2,m}L_{M,t} + \beta_{3,m}L_{M,t+1} + \theta_{1,m}R_{M,t-1} + \theta_{2,m}R_{M,t} + \theta_{3,m}R_{M,t+1} + \varepsilon_{m,t}.$$

avec $L_{m,t}$ la liquidité du marché au temps t, $L_{M,t}$ la liquidité globale du marché au temps t ($L_M t = \frac{1}{n-1}\sum Lmt$) et $R_{M,t}$ le rendement global du marché au temps t ($R_M t = \frac{1}{n-1}\sum Rmt$).

La méthodologie ainsi présentée, la section suivante s'intéresse aux présentations, aux analyses et aux interprétations des résultats.

4. Résultats

Avant de s'intéresser aux résultats issus des régressions, il s'avère nécessaires de présenter ceux des tests préliminaires.

4.1. Résultats des tests préliminaires

Trois tests préliminaires sont effectués : le test de stationnarité, d'autocorrélation et d'hétéroscédasticité.

4.1.1. Le résultat du test de stationnarité

L'importance de ce test est indéniable dans la pratique économétrique, en ce sens qu'il permet de connaitre la nature des variables (stationnaire d'ordre zéro ou pas) à introduire dans les modèles. Les résultats obtenus du test de PP montrent que toutes les variables sont I (0), c'est-à-dire stationnaire à niveau. Elles le sont à un seuil de significativité de 1%. Le résultat de ces tests nous conforte, pour ce qui est des biais des estimations liées aux variables individuelles. Néanmoins, avant de procéder à l'estimation du modèle, il faudrait aussi analyser les biais liés à l'autocorrélation et à l'hétéroscédasticité.

4.1.2. Résultat des tests d'autocorrélations des erreurs

Il ressort des tests d'autocorrélation des erreurs que la plupart des titres sont AR (1) au seuil de significativité de 1%. De ce fait, la méthode de régression à utiliser n'est pas seulement le MCO, mais aussi la méthode par le moindre carré généralisé (MCG). Cependant, le choix définitif de la méthode d'estimation dépendra du résultat des tests de l'hétéroscédasticité.

4.1.3 Résultat des tests de l'hétéroscédasticité

Les résultats des tests d'hétéroscédasticité effectués sur les différentes places financières retenues dans l'échantillon présentent également les cas d'hétéroscédasticité pour la plupart au seuil significatif de 1%. Si les titres ne sont pas autocorrélés d'ordre 1 et sont aussi homoscédastique, il est possible que les MCO fournissent les estimateurs efficaces non biaisés. En cas de la présence d'hétéroscédasticité, la méthode d'estimation retenue est la MCO avec correction de White ou la régression par la MCG.

Au final, compte tenu des résultats des tests d'autocorrélation et d'hétéroscédasticité, deux méthodes d'estimations sont retenues dans cette étude : la MCO pour les titres homoscédastique et non auto corrélés et la MCO avec correction ou la régression par la MCG pour les titres qui souffrent d'autocorrélation et /ou d'hétéroscédasticité.
Il ne reste plus qu'appliquer ces différentes méthodes pour connaître la situation réelle qui prévaut au sujet de l'existence des facteurs communs de liquidité sur les deux places boursières de l'Afrique Subsaharienne.

4.2. L'existence des facteurs communs de liquidité au niveau des marchés individuels

Il est question ici de présenter et d'interpréter les résultats obtenus de nos investigations empiriques portées sur les actions observées sur la JSE et la NSE.

4.2.1 L'existence du facteur commun de liquidité : les enseignements tirés de l'analyse empirique sur la JSE.

Le tableau suivant présente la synthèse des résultats du test de l'existence des composantes systématiques de liquidité sur la JSE :

Tableau 3 : synthèse des résultats du test de l'existence des composantes systématiques de liquidité (JSE)

	L.LNVTmt		LNVTmt		F. LNVTmt	
Coefficients (β)	Positifs	Négatifs	Positifs	Négatifs	Positifs	Négatifs
Significatifs						
1% (***)	4	1	42		10	3
5% (**)	15	3	15	1	11	4
10% (*)	7	2	5		7	6
Non significatifs	57	32	46	12	47	33
Total	83	38	108	13	75	46

Source : nous même, à partir des résultats présentés à l'annexe 1.

Le volume de transaction du marché (L.LNVTmt) influence positivement celui des actions (LNVTjt) à 68, 59% (de façon significative à 4,83, 18,07 et 8,43% aux seuils respectifs 1, 5 et 10%) et négativement à 31,41% (significatif de 3,12, 7,90 et 5,26% respectivement aux seuils de 1, 5 et 10%). Significativement à 26, 45%, le logarithme du volume de transaction du marché au temps t-1 influence celui des actions au temps t.
Le volume de transaction du marché (LNVTmt) influence positivement celui des actions (LNVTjt) à 89,25%, significativement à 38,89, 13,89 et 4,63% respectivement aux seuils de 1,5 et 10% et négativement à 10,75% de façon significative à 7,70% au seuil de 5%. Nous pouvons conclure que le logarithme du volume de transaction du marché au temps t influence significativement celui des actions de la même période à 52, 06%.
Le volume de transaction du marché au temps t+1 (F.LNVTmt) positivement influence celui des actions au temps t (LNVTjt) à 61,98% (significatif à 13,33, 15,67 et 9,33% aux seuils respectifs de 1, 5 et 10%) et négativement à 38,02% (significatif à 6,52, 8,69 et 13,04% respectivement aux seuils de 1, 5 et 10%). Le logarithme du volume de transaction du marché au temps t+1 (F.LNVTmt) influence donc celui des actions au temps t (LNVTjt) de façon significative à 33, 88%.
De ces statistiques ci-dessus, nous pouvons conclure que la liquidité du marché de la JSE influence simultanément celle des actions qui y sont cotées. Pour ce qui est du sens de lien entre la liquidité du marché et celle des actions si on s'abstient au pourcentage, nous aurons tendance à conclure une influence positive de la liquidité du marché sur celle des actions. Cette conclusion rejoint celles de : Chordia et al. (2000), Huberman et Halka (2001) tous sur le NYSE, Brockman et Chung (2002) sur le marché Hong Kong, Martinez et al. (2003) sur le marché espagnol, Caroline Fournier (2003) sur le marché parisien des actions, Mohammad Tayeh et al. (2015, 2016) sur le Amman Stock Exchange, Tissaoui et al. (2015) sur le marché

ISSN: 2658-8455
Volume 7, Issue 14 (2026), pp. 276-300.
© Authors: CC BY-NC-ND
IJAFAME
International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management & Economics

tunisien des actions. Ces résultats permettent aux investisseurs de cette entreprise de marché, de connaitre jusqu'à quel point le choc de la liquidité du marché peut affecter positivement ou négativement celle des actions de leur portefeuille. Le signe négatif ou positif du coefficient de régression traduit la spécificité des actions sur le marché. Les propriétés des déterminants systématiques comme facteur du risque non diversifiable aideront donc les investisseurs à exiger une récompense d'autant plus forte (prime de liquidité) que le risque systématique est élevé.

4.2.2 L'existence du facteur commun de liquidité : la réalité aperçue sur la NSE

Le tableau ci-dessous présente la synthèse des résultats du test de l'existence des facteurs communs de liquidité sur la NSE.

Tableau 4 : synthèse des résultats du test de l'existence des facteurs communs de liquidité (NSE)

	L.LNVTmt		LNVTmt		F. LNVTmt	
Coefficients (β)	Positifs	Négatifs	Positifs	Négatifs	Positifs	Négatifs
Significatifs						
1% (***)	13		22		2	2
5% (**)	9	1	14		9	2
10% (*)	6		12	1	8	4
Non significatifs	40	34	32	22	38	38
Total	68	35	80	23	57	46

Source : nous même, à partir des résultats présentés à l'annexe 2

Le volume de transaction du marché au temps t-1 (L.LNVTmt) influence positivement celui des actions au temps t (LNVTjt) à 66, 02% (significativement à 19,2, 13,23 et 8,82% respectivement aux seuils de 1, 5 et 10%) et négativement à 33, 98% (significatif à 2,86% au seuil de 5%). Le logarithme du volume de transaction du marché au temps t-1 (L.LNVTmt) influence donc celui des actions au temps t (LNVTjt) avec un significativité de 28, 15%.

Le volume de transaction du marché au temps t (LNVTmt) influence positivement celui des actions au temps t (LNVTjt) à 77,67% (significativement à 27,5, 17,5 et 15% respectivement aux seuils de 1,5 et 10%) et négativement à 22,33% (significatif à 4,35% au seuil de 10%). Au temps t, le logarithme du volume de transaction du marché influence significativement donc celui des actions à hauteur de 47, 57%.

Le volume de transaction des actions au temps t (LNVTjt) est influencé positivement à 53,34% par celui du marché au temps t+1 (F.LNVTmt) (significativement de: 3,51, 15,79 et 14,03% aux seuils respectifs de 1, 5 et 10%) et négativement à 46,66% (significatif de 4,35, 4,35 et 8,69% respectivement aux seuils de 1, 5 et 10%). D'une significativité de 26, 22%, le logarithme du volume de transaction des actions au temps t est influencé par celui du marché au temps t+1.

Nonobstant le signe de bêta (β), la liquidité du marché influence simultanément celle des actions observées sur la NSE. La sensitivité de la liquidité des actions individuelles à la liquidité du marché sur divers horizon temporel montre le caractère imprévisible de composantes systématiques et induit les investisseurs à exiger un rendement moyen élevé sur la NSE comme sur d'autres places boursières.

Au regard des différents tableaux ci-dessus et des interprétations qui en découlent, il existe des facteurs communs de liquidité intra marché sur la JSE et la NSE. Cette existence est manifestée non seulement quel que soit l'horizon temporel de la liquidité du marché sur ces différentes places boursières. Ces résultats justifient donc la littérature au sens de l'existence des facteurs communs de liquidité sur les marchés individuels selon laquelle, la liquidité du marché influence simultanément celle des actions qui y sont cotées. Cette conclusion rejoint celles de Karolyi et al. (2012) sur 40 Marchés développés et émergents (Australia, Argentina, Japan, Hong Kong, Italy,). Après cette conclusion au sujet de l'existence des composantes

systématiques de liquidité sur le marché dans une perspective individuelle, il revient dès lors de jeter un regard sur ce phénomène dans un contexte inter marché en Afrique au Sud du Sahara.

4.2.3 L'existence des facteurs communs de liquidité dans une perspective globale : que faut-il retenir ?

La tâche qui nous incombe ici, est de faire un état des lieux au sujet de l'existence du facteur commun de liquidité inter marché. La synthèse des résultats obtenus est illustrée dans le tableau ci-dessous.

Tableau 5 : synthèse des résultats du test de l'existence des facteurs communs de liquidité inter marché

	JSE		NSE	
Variables	Coefficients	p-values	Coefficients	p-values
L.LNVTGt	0.0726**	0.048	0.109	0.182
LNVTGt	0.0855**	0.020	1.481***	0.000
F.LNVTGt	0.154***	0.000	-0.0144	0.862

****, ** significatifs respectivement à 1% et 5%*

Source : nous même, à partir des résultats présentés à l'annexe 3.

Nous constatons de ce tableau ci-dessus que l'influence positive du volume global de transaction des marchés (au temps t-1, t, t+1) et de façon significative sur celui la JSE (aux seuils de 5 et 1%). De même, nous constatons une influence positive du volume global de transaction des marchés au temps t-1 et t sur celui de la NSE (significatif à 1% au temps t) et une influence négative non significative au temps t-1 ;

A la lumière de ces résultats, il découle que la liquidité d'un marché est influencée par la liquidité des autres marchés d'où l'existence du facteur commun de liquidité inter marché. Nos résultats justifient donc la littérature au sens de l'existence des facteurs communs de liquidité dans une perspective globale (contexte inter- marché) selon laquelle, il existe un lien entre la liquidité du marché de JSE et NSE. Ils rejoignent ceux de Stahel (2005 a), Brockman et Chung (2009). Ces résultats montrent l'interdépendance des marchés boursiers de l'Afrique au Sud du Sahara. De ce fait, les investisseurs dans leur prise de décision d'investissement et de gestion du portefeuille doivent tenir compte de l'effet d'intégration des marchés financiers via le risque systématique de liquidité inter marché.

5. Discussion

Les résultats de cette étude confirment la présence des facteurs communs de liquidité sur la NSE et la JSE dans une perspective individuelle et globale. Dans la perspective individuelle, nos résultats corroborent avec les études de Chordia et al. (2000), Huberman et Halka (2001) tous sur le NYSE, Brockman et Chung (2002) sur le marché Hong Kong, Martinez et al. (2003) sur le marché espagnol, Caroline Fournier (2003) sur le marché parisien des actions, Mohammad Tayeh et al. (2015, 2016) sur le Amman Stock Exchange, Tissaoui et al. (2015) sur le marché tunisien des actions et entre en contradiction avec les études de Hasbrouck et Seppi (2001). Dans une perspective globale, nos résultats s'alignent de ceux de Stahel (2005 a), Brockman et Chung (2009) et s'opposent de ceux Min Bai et Qin Yafen (2015), Stahel (2005 b). De ces résultats, nous confirmons l'existence des risques systématiques liquidités sur ces deux places boursières de l'Afrique Subsaharienne. Ces résultats viennent trancher le débat au sujet de l'existence ou non de la composante systématique de liquidités dans le contexte des marchés boursiers de l'Afrique Subsaharienne plus précisément la Nigerian Stock Exchange (NSE) et la Johannesburg Stock Exchange (JSE).

ISSN: 2658-8455
Volume 7, Issue 14 (2026), pp. 276-300.
© Authors: CC BY-NC-ND
IJAFAME
International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management & Economics

6. Conclusion

L'objectif de ce papier était de vérifier l'existence des facteurs communs de liquidité sur la NSE et la JSE. De ce fait, les enseignements à retenir de l'analyse de la liquidité sous l'angle de l'existence des facteurs communs de liquidité sur ces places boursières sont classés en deux groupes :

Les leçons tirées du test de l'existence de la composante systématique de liquidité dans une perspective individuelle en Afrique au Sud du Sahara

Les résultats obtenus des 224 actions observées sur la JSE et la NSE permettent de conclure qu'en Afrique subsaharienne, la liquidité du marché influence simultanément celle des actions qui y sont cotées. Le sens de l'influence est tantôt positif ou négatif en fonction des actions sur chaque place boursière. De ce fait, nous ne saurions rejeter l'hypothèse de l'existence des facteurs communs de liquidité sur ces places boursières. Il est donc conseillé aux investisseurs dans leur prise de décision et dans leur stratégie de gestion de portefeuille d'intégrer le facteur commun de liquidité comme risque systématique.

Les préceptes à retenir du test de l'existence de la composante systématique de liquidité dans une perspective globale en Afrique subsaharienne

Les résultats obtenus montrent l'influence de la liquidité globale des marchés sur celle de chaque marché. Cette influence s'est prononcée significative sur ces deux places boursières de l'Afrique subsaharienne justifiant ainsi l'existence du facteur commun de liquidité inter marché. L'existence d'un tel facteur vient donc témoigner la propagation du choc de liquidité d'un marché à un autre voire l'intégration des marchés financiers sans que ces derniers ont des liens directs. Il s'avère donc important pour les opérateurs des marchés financiers d'intégrer dans leur gestion, le phénomène de la globalisation via le risque systématique de liquidité inter marché.

Cette étude présente des limites à savoir le recours à un unique proxy de liquidité (volume de transaction), la généralisation de la perspective inter-marché à partir de deux places boursières seulement, absence d'exploitation de la dimension panel et l'hétérogénéité substantielle du pouvoir explicatif selon les titres. De ces limites débouchent la perspective de recherche futur au sujet de l'existence des facteurs communs de liquidité par extension à d'autres places boursières africaines non seulement en mobilisant d'indicateurs de liquidité complémentaires et l'utilisation d'une approche en panel, mais aussi de mener une étude de la dynamique temporelle du facteur commun autour des épisodes de crise.

Références

(1). **Acharya, V. & Pedersen, L. (2005).** Asset Pricing with Liquidity Risk. Journal of Financial Economy, 7(77), 375-410.
(2). **Amihud, Y. (2002).** Illiquidity and Stock Returns: Cross-Section and Time-Series Effects. Journal of Financial Markets, 5(1), 31-56
(3). **Bervas, A. (2006).** Market Liquidity and Its Incorporation into Risk Management. Financial Stability Review, 8, 57-69.
(4). **Black. 1971**. Toward a Fully Automated Stock Exchange. Financial Analysts Journal, 27, 27-32
(5). **Bouzia, A. & Cherkaoui, K. (2020).** Les déterminants de la liquidité du marché des actions au Maroc », Revue Française d'Economie et de Gestion, 1(1), 89 – 110**.**
(6). **Brockman, P., Chung, D.Y. & Pérignon, C. (2009).** Commonality in Liquidity: A Global Perspective. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 44(4), 851 – 882.
(7). **Brunnermeier, M.K. & Pedersen, L.H. (2008).** Market Liquidity and Funding Liquidity. The Review of Financial Studies, 22, 2201-2238.

(8). **Chordia, T., Roll, R. & Subrahmanyam, M. (2000).** Commonality in Liquidity. Journal of Financial Economics, 56, 3-28.
(9). **Coughenour, J.F. & Saad, M.M. (2004).** Common Market Marker and Commonality in Liquidity. Journal of Financial Economics, 73, 37-69.
(10). **Crockett, A., 2008.** Financial Stability. Review Banque de France, 11, 13-17.
(11). **Damodaran, A. (2005).** Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discount. New York University - Stern School of Business
(12). **Deutou, N. Z., Ngok, E. J.F. & Akanga R.J., (2025).** The Existence of Common Factors of Illiquidity on the Regional Securities Exchange. Saudi Journal of Economics and Finance, 9(4), 80-87.
(13). **El Kasmi, M.N. (2000).** La capitalisation boursière flottante d'actions : Une condition objective de la liquidité du marché central de la bourse des valeurs de Casablanca (1993 – 1998). Thèse de doctorat, Université Mohammed V-Rabat.
(14). **Fabre, J. & Frino, A. (2004).** Commonality in Liquidity: Evidence from the Australian Stock Exchange. Accounting and Finance, 44, 357-368.
(15). **Foran, J., Hutchinson, M. C. & O'Sullivan, N. (2015).** The asset pricing effects of UK market liquidity shocks: Evidence from tick data. International Review of Financial Analysis, 32, 85-94.
(16). **Fournier, E. C. (2003).** Les facteurs communs de la liquidité : Une étude empirique sur le marché parisien des actions. Centre de Recherche sur la Gestion (CEREG), cahier de recherche, 01.
(17). **Geithmer, T.F. (2007).** Liquidity Risk and the Global Economy. International Finance, 10, 183-189.
(18). **Hamon, J. (1995).** Marchés d'actions : Architecture et microstructure. Édition Economica, Paris.
(19). **Hasbrouck, J. & Seppi, D.J. (2001).** Common factors in prices, order flows, and liquidity. Journal of Financial Economics, 59(3), 383-411.
(20). **Henker, T. & Martens, M. (2004).** Spread decomposition and commonality in liquidity. Working Paper, School of Banking and Finance, University of New South Wales
(21). **Huberman, G. & Halka, D. (2001).** Systematic Liquidity. Journal of Financial Research, 24(2), 61-78.
(22). **José, L. M., Maria, D.M.Q. & Celia, O. (2015).** Systematic Liquidity: Commonality and Inter-Temporal Variation in the Portuguese Stock Market. Cuadernos de Gestion, 15, 39-64.
(23). **Jousset, H. 1992.** La liquidité. Analyse Financière, 91, 78-87.
(24). **Karolyi, G.A., Lee, K.-H. & van Dijk, M.A. (2012).** Understanding Commonality in Liquidity Around the World. Journal of Financial Economics, 105(1), 82-112.
(25). **Kyle, A. (1989).** Informed speculation with imperfect competition. Review of Economic Studies, 56 (187), 317-356.
(26). **Lippman, S.A. & Mc call, J.J. (1986).** An Operational Mesure of Liquidity. The American Economic Review, 76(1), 43-55.
(27). **Longin, F. & Solnik, B. (1995).** Is the correlation in international equity returns constant: 1960-1990? Journal of International Money and Finance, 14(1), 3-26.
(28). **Markowitz, H. (1952).** Portfolio Selection. Journal of Finance, 7, 77-91.
(29). **Martinez, M.A., Nieto, B., Rubio, O. & Tapia, M. (2005).** Asset pricing and systematic liquidity risk: An empirical investigation of the Spanish stock market. International Review of Economics and Finance, 14, 81-103.

ISSN: 2658-8455
Volume 7, Issue 14 (2026), pp. 276-300.
© Authors: CC BY-NC-ND
IJAFAME
International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management & Economics

(30). **Min, B. & Yafeng, Q. (2015).** Commonality in Liquidity in Emerging Markets: Another Supply-Side Explanation. International Review of Economics and Finance, 39, 90-106.
(31). **Minguet, A. (2003).** La Microstructure des marchés actions: une approche empirique. Economica, 336pages
(32). **Mohamed, B. H. & Youssef, O. (2018).** The determinants of Liquidity of Shares a multidimensional approach Evidence of Casablanca Stock Exchange. International Journal of Business and Management Invention, 7(2), 73-80.
(33). **Muktiyanto, I. (2015).** Determinant Factors of Market Liquidity in the Indonesian Equity Market. Doctoral dissertation, Victoria University.
(34). **Næs, R., Skjeltorp, J. A. & Odegaard, B. A. (2015).** Liquidity at the Oslo Stock Exchange. Working Papers fra Norges Bank
(35). **Pankaj, K.J., Ajay, K. M. & McInish, T.H. (2013).** Identification and Valuation Implications of Financial Market Spirals. Working paper
(36). **Rosch,C.G. & Kaserer,C.(2014).** Market Liquidity in the Financial Crisis: the role of Liquidity Commonality and Flight-to-Quality. Journal of Banking and Finance, 45, 152-170.
(37). **Sharpe, W.F. (1963).** A Simplified Model for Portfolio Analysis. Management Science, 9(2), 277-293.
(38). **Sharpe, W.F. (1964).** Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. Journal of Finance, 19(3), 425-442.
(39). **Stahel, C.W. (2005a).** Is there a global liquidity factor? Working Paper, George Mason University.
(40). **Stahel, C.W. (2005b).** Liquidity across developed and emerging markets? Working Paper, George Mason University
(41). **Syamala, S. R., Reddy, V. N. & Goyal, A. (2014).** Commonality in liquidity: An empirical examination of emerging order-driven equity and derivatives market. Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, 33, 317-334.
(42). **Tayeh, M. (2016).** Commonality in Liquidity in the Context of Different Trading Systems: Evidence from an Emerging Market. International Journal of Economics and Financial, 6(4), 1344-1353.
(43). **Tayeh, M., Bino, A., Ghunmi, A.D. & Tayem, G. (2015).** Liquidity Commonality in an Emerging Market: Evidence from the Amman Stock Exchange. International Journal of Economics and Finance, 7 (2), 78-84.
(44). **Tissaoui, K., Ftiti, Z. & Aloui, C. (2015).** Commonality in Liquidity: Lessons from an Emerging Stock Market. Journal of Applied Business Research, 31 (5), 1927-1952.
(45). **Tissaoui, K., Mondher, K. & Mounir, J. (2018).** Liquidity Commonality under Normal and a Boom/Bust Conditions: Evidence from the Saudi Stock Exchange. International Journal of Advanced and Applied Sciences, 5 (1), 37-48.
(46). **Wyss, R. (2004).** Measuring and Predicting Liquidity in the Stock Market. Doctoral dissertation, St. Gallen University.
(47). **Xiao, Y., Xiao, J., Liu, J. & Wang, S. (2014).** A multiscale modeling approch incorporating ARIMA and ANNS for financial market volatility fortecasting. Journal of Systems Science and Complexity, 27, 225-236.

Annexes

Annexe 1 : JSE, Résultat des analyses empiriques

VARIABLES	(1) ADR	(2) AEG	(3) AFE	(4) AFEP	(5) AFX	(6) AGL	(7) AIN	(8) AME	(9) AMS	(10) ANG
L.LNVTmt	-0.304	0.0516	-0.0953	1.182	-0.361	0.198	0.763***	-1.602**	-0.214*	0.284**
	(0.332)	(0.170)	(0.181)	(0.976)	(0.271)	(0.252)	(0.275)	(0.631)	(0.123)	(0.135)
LNVTmt	1.169***	1.002***	0.564***	0.401	0.666**	0.923***	0.279	-1.234**	0.411***	1.375***
	(0.331)	(0.168)	(0.178)	(0.979)	(0.283)	(0.300)	(0.273)	(0.616)	(0.121)	(0.132)
F.LNVTmt	0.191	0.281	-0.296	0.665	0.194	0.289	0.402	-1.482**	-0.00111	0.495***
	(0.333)	(0.170)	(0.182)	(1.004)	(0.272)	(0.243)	(0.277)	(0.637)	(0.122)	(0.137)
L.Rmt	84.07	23.42**	-32.58	375.1	-74.31	92.03***	10.77	11.51	22.39	67.33***
	(65.52)	(10.33)	(46.57)	(234.6)	(75.58)	(33.05)	(49.40)	(8.158)	(20.76)	(25.54)
Rmt	177.9***	3.932	-66.67	225.7	58.27	54.14	-72.85	12.37	-3.469	38.20
	(65.08)	(11.58)	(47.98)	(230.2)	(76.13)	(42.56)	(51.98)	(8.661)	(20.89)	(26.57)
F.Rmt	16.62	-17.17*	-72.13	-147.9	-123.3	-70.55**	130.6**	-4.185	-24.74	47.59*
	(65.59)	(10.31)	(46.56)	(237.7)	(75.92)	(34.27)	(50.55)	(8.178)	(21.03)	(25.45)
Constant	-2.971	-3.816**	9.818***	-22.85**	5.610**	-4.040*	-7.025**	67.62***	10.13***	-15.57***
	(3.272)	(1.766)	(1.908)	(9.044)	(2.217)	(2.061)	(3.285)	(8.927)	(1.514)	(2.471)
Observations	177	177	177	154	177	178	177	177	177	177
R-squared	0.148	0.424	0.075	0.084	0.134	0.544	0.220	0.215	0.080	0.577

VARIABLES	(11) APK	(12) APN	(13) ART	(14) ASA	(15) ASR	(16) AVI	(17) AWT	(18) BAR	(19) BAT	(20) BCF
L.LNVTmt	0.806	0.552**	0.0542	-0.0269	1.363*	0.0632	0.0608	0.355**	-0.0846	0.0739
	(0.495)	(0.216)	(0.323)	(0.122)	(0.761)	(0.185)	(0.407)	(0.177)	(0.300)	(0.351)
LNVTmt	-0.440	0.547**	0.645**	0.593***	0.376	0.835***	0.112	0.743***	1.244***	-0.0412
	(0.486)	(0.213)	(0.325)	(0.120)	(0.742)	(0.187)	(0.395)	(0.184)	(0.293)	(0.351)
F.LNVTmt	0.233	1.059***	0.489	-0.237*	1.462*	-0.323*	0.703*	0.0330	-0.138	1.193***
	(0.498)	(0.219)	(0.329)	(0.122)	(0.761)	(0.187)	(0.410)	(0.184)	(0.301)	(0.353)
L.Rmt	50.20	4.702	213.5***	30.46	-27.28	85.64	-38.74*	-37.12	-30.81	-99.52
	(98.68)	(50.80)	(69.47)	(38.52)	(113.2)	(52.55)	(22.31)	(45.78)	(44.71)	(91.59)
Rmt	-0.799	-21.18	-5.390	-37.47	161.5	102.4*	-55.92**	25.66	12.13	90.17
	(103.5)	(53.20)	(70.83)	(39.60)	(112.5)	(53.10)	(23.14)	(41.86)	(42.17)	(91.49)
F.Rmt	-157.3	-100.7**	14.95	19.88	-48.98	54.54	25.84	43.07	-54.43	-53.13
	(101.4)	(48.63)	(68.11)	(37.61)	(97.81)	(52.72)	(22.15)	(38.13)	(45.07)	(91.28)
Constant	3.376	-15.27***	-4.800	9.869***	-34.09***	5.533***	-0.906	-1.541	-1.492	-6.035*
	(5.878)	(3.034)	(5.972)	(1.671)	(10.51)	(1.839)	(5.576)	(1.113)	(4.790)	(3.379)
Observations	177	177	177	177	167	177	177	178	177	177
R-squared	0.042	0.366	0.199	0.143	0.119	0.172	0.103	0.554	0.130	0.159

VARIABLES	(21) BDM	(22) BEL	(23) BIL	(24) BRN	(25) BRT	(26) BSR	(27) BVT	(28) CLH	(29) CMH	(30) COM
L.LNVTmt	1.629**	0.965***	-0.157	0.212	0.143	0.380	0.154	0.192	0.552	-0.809
	(0.627)	(0.342)	(0.0983)	(0.635)	(0.726)	(0.308)	(0.109)	(0.320)	(0.591)	(0.502)
LNVTmt	1.824***	0.0674	0.669***	0.773	-0.209	1.687***	0.892***	0.770**	1.641***	1.831***
	(0.622)	(0.332)	(0.0960)	(0.806)	(0.810)	(0.302)	(0.112)	(0.323)	(0.591)	(0.503)
F.LNVTmt	2.398***	0.350	-0.0346	1.352**	0.770	-0.0628	-0.0697	0.882***	2.295***	-1.429***
	(0.635)	(0.339)	(0.0988)	(0.587)	(0.727)	(0.310)	(0.110)	(0.323)	(0.594)	(0.501)
L.Rmt	-0.379	2.727	31.16	69.91	-50.42	-5.253	37.72	99.66	166.2*	4.280
	(7.461)	(52.25)	(44.50)	(92.93)	(281.7)	(7.584)	(39.94)	(87.77)	(100.2)	(58.44)
Rmt	-11.72	-25.63	-29.30	-110.1	-283.3	-0.919	20.29	80.64	-2.894	124.2**
	(7.225)	(52.05)	(44.13)	(106.6)	(316.0)	(8.365)	(39.57)	(86.47)	(100.4)	(56.38)
F.Rmt	-23.06***	-103.9**	-22.96	63.62	-492.1*	3.527	-115.6***	-214.6**	-136.2	-142.0**
	(7.450)	(52.64)	(43.43)	(125.5)	(279.9)	(7.613)	(40.41)	(86.18)	(100.3)	(58.46)
Constant	-67.84***	-7.932**	8.637***	-20.02***	0.935	-15.44***	0.574	-14.06***	-50.83***	17.25***
	(9.786)	(3.893)	(1.656)	(5.285)	(4.641)	(3.564)	(0.956)	(3.400)	(5.763)	(4.767)
Observations	159	177	177	178	178	177	177	177	177	177
R-squared	0.348	0.193	0.253	0.270	0.114	0.292	0.596	0.307	0.405	0.140

VARIABLES	(31) CSB	(32) CUL	(33) DAW	(34) DCT	(35) DEL	(36) DGC	(37) DSL	(38) DSY	(39) DTC	(40) ELB
L.LNVTmt	-0.246	-1.170**	-0.240	0.531	0.930**	-0.356	-0.346	0.830**	-0.313	0.629
	(0.450)	(0.585)	(0.345)	(0.547)	(0.383)	(0.336)	(0.395)	(0.361)	(0.211)	(0.498)
LNVTmt	1.907***	-0.514	0.280	0.314	0.0202	0.353	0.842**	1.403***	0.161	0.280
	(0.545)	(0.739)	(0.356)	(0.605)	(0.391)	(0.345)	(0.390)	(0.346)	(0.205)	(0.527)
F.LNVTmt	-0.658	-0.899	0.123	0.0993	-0.710*	0.247	0.198	-0.0853	0.152	0.624
	(0.519)	(0.831)	(0.348)	(0.580)	(0.385)	(0.339)	(0.393)	(0.301)	(0.213)	(0.498)
L.Rmt	-80.17***	-7.810	107.4*	-58.83	11.72	-17.43	81.60	-100.9	25.70	-34.08
	(29.44)	(33.01)	(55.22)	(87.83)	(49.99)	(43.56)	(110.2)	(86.26)	(31.22)	(78.91)
Rmt	70.20	-58.17	101.0*	-118.7	-12.06	-76.89*	36.36	-26.77	4.365	48.25
	(45.49)	(37.80)	(53.02)	(88.73)	(52.32)	(42.05)	(111.0)	(87.99)	(31.29)	(78.96)
F.Rmt	14.20	78.69*	-89.27	0.957	105.2**	67.07	2.710	-98.37	2.844	-177.5**
	(43.45)	(44.65)	(55.93)	(99.15)	(50.07)	(43.70)	(107.8)	(90.69)	(31.05)	(79.21)
Constant	-3.280	45.85***	9.449***	-1.197	6.920**	8.802***	0.572	-15.47***	12.66***	-10.61***
	(3.641)	(6.028)	(2.727)	(5.331)	(3.208)	(2.825)	(4.499)	(2.288)	(2.813)	(3.647)
Observations	178	176	177	178	177	177	177	178	177	177
R-squared	0.272	0.337	0.065	0.232	0.070	0.045	0.054	0.645	0.020	0.169

ISSN: 2658-8455
Volume 7, Issue 14 (2026), pp. 276-300.
© Authors: CC BY-NC-ND

IJAFAME
International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management & Economics

VARIABLES	(41) EOH	(42) FOS	(43) FSR	(44) GRF	(45) HAR	(46) HCI	(47) HDC	(48) HWN	(49) HYP	(50) ILA
L.LNVTmt	0.562	0.160	0.271**	0.579*	0.294	-0.430	0.472	0.825	1.320**	0.151
	(0.443)	(0.189)	(0.123)	(0.320)	(0.231)	(0.585)	(0.461)	(0.577)	(0.515)	(0.366)
LNVTmt	1.299**	1.055***	0.850***	0.965***	0.992***	-0.384	0.423	1.152*	0.101	0.852**
	(0.546)	(0.228)	(0.135)	(0.357)	(0.252)	(0.617)	(0.520)	(0.623)	(0.571)	(0.425)
F.LNVTmt	0.923*	-0.103	-0.108	0.281	0.342	-0.567	0.821**	-0.711	0.308	-0.179
	(0.500)	(0.207)	(0.110)	(0.303)	(0.217)	(0.541)	(0.366)	(0.516)	(0.535)	(0.363)
L.Rmt	104.7	98.11**	15.32	-47.67	50.59*	85.61***	226.4**	70.19	217.7	149.4***
	(103.6)	(42.19)	(28.51)	(42.11)	(29.21)	(31.21)	(96.02)	(73.28)	(142.4)	(56.03)
Rmt	287.9***	26.18	17.99	-21.93	-3.158	4.877	160.9	-23.62	80.19	-11.87
	(105.7)	(52.20)	(35.62)	(53.06)	(33.26)	(33.41)	(97.63)	(77.50)	(148.8)	(54.61)
F.Rmt	-6.364	-4.669	-14.62	-63.05	16.37	141.3***	-32.77	13.52	-251.9*	78.02
	(111.1)	(47.31)	(34.29)	(42.52)	(32.92)	(48.74)	(115.2)	(55.96)	(131.0)	(50.12)
Constant	-26.21***	-1.200	2.801***	-15.58***	-7.840***	29.25***	-12.51***	-6.770	-11.39***	1.126
	(4.103)	(1.506)	(0.688)	(2.500)	(1.608)	(2.641)	(2.978)	(4.323)	(3.829)	(2.803)
Observations	178	178	178	178	178	165	178	178	178	178
R-squared	0.417	0.452	0.723	0.535	0.647	0.244	0.379	0.227	0.338	0.388

VARIABLES	(51) ILV	(52) IMP	(53) IPL	(54) ITE	(55) IVT	(56) JDG	(57) JSC	(58) KER	(59) KR	(60) KRHT
L.LNVTmt	-0.348	0.677**	0.209	0.937	-0.324	0.311	0.0252	0.194	-0.417	0.432
	(0.227)	(0.327)	(0.136)	(0.587)	(0.543)	(0.346)	(0.309)	(0.234)	(0.304)	(0.677)
LNVTmt	0.228	1.454***	0.970***	2.597***	0.880	1.065***	-0.101	0.181	-0.348	-0.779
	(0.220)	(0.378)	(0.134)	(0.573)	(0.573)	(0.352)	(0.307)	(0.235)	(0.296)	(0.649)
F.LNVTmt	-0.397*	1.088***	0.0160	0.626	-0.406	0.266	0.656**	0.271	-0.938***	0.509
	(0.220)	(0.332)	(0.136)	(0.590)	(0.542)	(0.315)	(0.312)	(0.234)	(0.307)	(0.671)
L.Rmt	-83.58	38.39	16.55	-88.29*	65.97	101.5	94.11***	-10.79	81.11	-273.7*
	(50.94)	(41.93)	(32.76)	(48.04)	(105.0)	(70.20)	(29.52)	(58.22)	(75.63)	(142.7)
Rmt	24.48	60.33*	-13.64	-116.1**	348.5***	55.52	-11.58	-18.34	-88.15	-459.5***
	(53.11)	(36.00)	(32.87)	(52.67)	(103.6)	(84.29)	(30.84)	(58.79)	(78.80)	(150.0)
F.Rmt	25.66	-70.56*	-82.86**	-179.4***	-60.27	52.63	-6.845	-94.66	70.97	-211.4
	(52.58)	(40.23)	(32.91)	(48.07)	(104.6)	(73.50)	(29.59)	(59.00)	(76.30)	(150.6)
Constant	19.81***	-29.32***	-2.523*	-45.85***	8.574**	-8.760***	3.170	3.307	26.37***	-0.482
	(3.242)	(1.716)	(1.502)	(10.53)	(4.294)	(1.727)	(2.993)	(2.461)	(4.258)	(7.807)
Observations	177	178	177	177	177	178	177	177	177	119
R-squared	0.081	0.781	0.469	0.224	0.085	0.408	0.087	0.087	0.193	0.114

VARIABLES	(61) LBH	(62) LBHP	(63) LNF	(64) LON	(65) MAS	(66) MCE	(67) MDC	(68) MNY	(69) MST	(70) MTA
L.LNVTmt	-0.0187	0.446	2.732*	0.0433	0.401	-0.240	-0.422	-1.200	-0.0177	1.168**
	(0.345)	(0.869)	(1.472)	(0.397)	(0.678)	(0.345)	(0.349)	(0.767)	(0.299)	(0.499)
LNVTmt	0.766**	2.311*	0.492	0.651	1.348*	0.280	1.014***	1.319	0.647**	1.364***
	(0.361)	(1.379)	(1.548)	(0.417)	(0.705)	(0.356)	(0.350)	(0.859)	(0.305)	(0.502)
F.LNVTmt	-0.240	0.692	2.722*	-0.359	0.150	0.123	0.792**	-0.641	-0.742**	1.253**
	(0.346)	(1.444)	(1.513)	(0.399)	(0.705)	(0.348)	(0.354)	(0.771)	(0.303)	(0.499)
L.Rmt	36.53	30.53	159.8	46.49	-154.8	107.4*	-99.86	47.71	-8.501	148.7**
	(64.03)	(176.2)	(205.1)	(47.65)	(146.3)	(55.22)	(108.0)	(71.41)	(41.61)	(64.25)
Rmt	135.9*	-294.2	-48.12	-63.83	-210.6	101.0*	-25.42	-31.25	-40.33	95.96
	(79.19)	(251.1)	(221.1)	(54.97)	(149.0)	(53.02)	(106.5)	(73.61)	(42.32)	(67.32)
F.Rmt	-165.0**	-304.6	559.3**	-28.43	49.10	-89.27	186.4*	-215.5***	52.76	-106.7*
	(64.24)	(193.0)	(229.3)	(47.58)	(163.2)	(55.93)	(107.3)	(74.12)	(41.49)	(64.24)
Constant	4.474	-38.25***	-71.54***	7.211	-18.19***	9.449***	-5.797	16.82***	13.42***	-40.67***
	(10.51)	(6.158)	(11.58)	(11.99)	(5.473)	(2.727)	(3.763)	(4.381)	(2.734)	(12.42)
Observations	177	147	127	177	158	177	177	176	177	177
R-squared	0.171	0.303	0.393	0.049	0.179	0.065	0.168	0.082	0.053	0.165

VARIABLES	(71) MUR	(72) NED	(73) NHM	(74) NPK	(75) NPN	(76) NTC	(77) NWL	(78) OCT	(79) OML	(80) OMN
L.LNVTmt	0.0349	0.0712	-0.216	-0.623***	0.433***	-0.0371	0.132	-0.160	-0.0952	0.866**
	(0.247)	(0.165)	(0.323)	(0.184)	(0.131)	(0.163)	(0.536)	(0.404)	(0.166)	(0.422)
LNVTmt	0.936***	1.005***	0.592*	0.853***	0.800***	0.455***	-0.488	0.377	1.017***	0.678
	(0.247)	(0.201)	(0.343)	(0.185)	(0.130)	(0.156)	(0.556)	(0.412)	(0.165)	(0.476)
F.LNVTmt	0.473**	0.0821	0.0147	-0.340*	0.282**	0.172	0.213	0.830**	-0.00486	0.671*
	(0.208)	(0.183)	(0.316)	(0.185)	(0.133)	(0.162)	(0.537)	(0.408)	(0.180)	(0.400)
L.Rmt	49.75	50.16	89.10*	-27.54	-80.66***	32.43	-232.5	-96.09	-77.64*	-41.24
	(44.67)	(46.04)	(45.64)	(76.47)	(30.13)	(48.15)	(219.4)	(113.3)	(42.16)	(90.32)
Rmt	42.68	-30.96	15.74	159.7**	-27.51	-55.79	255.2	88.36	-73.26	14.08
	(43.44)	(43.09)	(40.70)	(76.27)	(30.02)	(46.68)	(225.0)	(113.3)	(44.89)	(164.5)
F.Rmt	-40.27	-5.596	41.95	-114.1	-30.13	-29.72	-86.11	22.96	-135.6***	46.28
	(38.71)	(46.73)	(39.52)	(74.25)	(30.08)	(48.68)	(213.4)	(113.6)	(47.70)	(125.6)
Constant	-5.373***	-1.941**	8.028***	15.47***	-6.179***	7.083***	11.82***	-3.051	3.858***	-18.74***
	(1.591)	(0.983)	(2.276)	(1.703)	(1.810)	(2.497)	(4.326)	(3.611)	(1.125)	(3.372)
Observations	178	178	178	177	177	177	177	177	178	178
R-squared	0.566	0.579	0.339	0.147	0.530	0.135	0.019	0.106	0.652	0.457

VARIABLES	(81) PET	(82) PGR	(83) PIK	(84) PNC	(85) PPC	(86) PPR	(87) PSG	(88) PWK	(89) RBW	(90) RLO
L.LNVTmt	0.956	-0.394	0.163	-0.0612	-0.0907	0.230	-1.036***	0.0565	0.0769	0.259
	(0.631)	(0.336)	(0.164)	(0.366)	(0.320)	(0.620)	(0.314)	(0.221)	(0.381)	(0.159)
LNVTmt	2.880***	1.073***	0.454***	0.712**	0.327	1.009	-0.278	0.509**	0.199	0.496***
	(0.707)	(0.333)	(0.170)	(0.356)	(0.335)	(0.634)	(0.318)	(0.215)	(0.381)	(0.155)
F.LNVTmt	2.269***	-0.633*	0.0156	0.196	-0.448	0.910	0.374	-0.121	-0.829**	-0.118
	(0.609)	(0.336)	(0.165)	(0.367)	(0.319)	(0.628)	(0.316)	(0.222)	(0.387)	(0.161)
L.Rmt	-49.12	-17.84	9.262	-224.8	7.410	-113.2	27.44	128.9*	73.27	-15.87
	(54.42)	(50.80)	(48.54)	(163.3)	(27.79)	(99.19)	(45.99)	(67.51)	(69.28)	(50.61)
Rmt	-82.98	-21.43	107.5**	71.30	75.05***	350.8***	-49.00	153.8**	61.01	-43.61
	(92.77)	(51.29)	(49.15)	(161.3)	(27.78)	(86.87)	(46.20)	(68.06)	(69.14)	(52.55)
F.Rmt	-183.0**	0.0242	-110.8**	91.78	-146.5***	-304.1***	-36.17	-99.01	-59.08	19.97
	(91.98)	(51.41)	(48.16)	(159.2)	(27.74)	(97.65)	(46.42)	(67.11)	(71.34)	(50.69)
Constant	-69.87***	11.71***	5.136***	0.873	15.66	-20.49***	24.02***	6.642**	19.06***	4.349**
	(4.182)	(3.710)	(1.327)	(5.795)	(10.39)	(6.154)	(2.737)	(3.302)	(4.452)	(2.057)
Observations	178	177	177	177	177	177	177	177	177	177
R-squared	0.744	0.066	0.250	0.045	0.230	0.234	0.160	0.089	0.050	0.120

VARIABLES	(91) RMH	(92) RTO	(93) SAB	(94) SAC	(95) SAE	(96) SAP	(97) SBCP	(98) SBV	(99) SER	(100) SFN
L.LNVTmt	0.280**	1.328	-0.138	0.122	1.755**	-0.0982	1.708*	-1.376	0.489	-0.0199
	(0.136)	(1.029)	(0.126)	(0.262)	(0.765)	(0.149)	(0.974)	(1.963)	(0.759)	(0.384)
LNVTmt	0.903***	1.523	0.648***	0.547*	0.673	0.434***	0.119	4.235*	1.751**	0.598
	(0.136)	(1.148)	(0.125)	(0.277)	(0.855)	(0.146)	(1.018)	(2.233)	(0.744)	(0.391)
F.LNVTmt	-0.346**	-0.235	-0.300**	0.449*	1.175	0.238	1.702*	-1.122	-0.163	-0.516
	(0.136)	(1.082)	(0.127)	(0.265)	(0.773)	(0.145)	(0.973)	(1.972)	(0.762)	(0.385)
L.Rmt	23.07	-267.8	21.16	172.6**	-33.17	-30.67	258.9*	-67.37	160.6*	-41.59
	(43.86)	(330.9)	(43.92)	(69.04)	(118.1)	(19.00)	(147.5)	(165.8)	(94.20)	(50.67)
Rmt	69.28	1,414***	18.81	23.16	-135.3	3.810	32.77	-128.0	113.2	98.09*
	(44.63)	(337.6)	(44.25)	(68.93)	(119.4)	(20.42)	(145.4)	(148.7)	(92.07)	(55.21)
F.Rmt	-28.54	-729.5**	-11.53	148.5**	-41.48	-35.34*	-78.32	-306.2*	6.080	-51.94
	(44.25)	(353.7)	(43.71)	(68.78)	(122.3)	(19.56)	(143.9)	(173.7)	(93.14)	(50.66)
Constant	3.010**	-29.88***	11.49***	-3.111	-41.93***	6.245***	-38.92***	-17.51*	-18.17**	8.539*
	(1.514)	(6.191)	(1.303)	(3.221)	(5.128)	(1.676)	(8.092)	(10.44)	(8.531)	(4.646)
Observations	177	124	177	177	175	177	159	177	177	177
R-squared	0.367	0.312	0.144	0.522	0.362	0.276	0.229	0.081	0.160	0.033

VARIABLES	(101) SHP	(102) SKJ	(103) SNT	(104) SOL	(105) SOV	(106) SPA	(107) SPG	(108) SUR	(109) SYC	(110) TNT
L.LNVTmt	0.405**	0.603	0.00653	-0.198*	1.356	2.837**	0.0346	-0.0125	-0.141	0.247
	(0.195)	(0.510)	(0.240)	(0.101)	(0.853)	(1.195)	(0.251)	(0.380)	(0.368)	(0.234)
LNVTmt	0.837***	0.479	0.919***	0.752***	0.777	-1.189	0.653**	0.231	0.313	0.166
	(0.223)	(0.503)	(0.236)	(0.0989)	(0.955)	(1.216)	(0.254)	(0.425)	(0.363)	(0.227)
F.LNVTmt	0.285	1.051**	-1.056***	-0.0317	1.975***	2.570**	-0.0302	-0.106	0.157	-0.264
	(0.228)	(0.518)	(0.241)	(0.101)	(0.725)	(1.101)	(0.251)	(0.378)	(0.365)	(0.232)
L.Rmt	127.3**	10.74	-143.0**	-64.96**	-77.57	108.5	5.431	-95.60	-203.8*	29.39
	(62.45)	(59.85)	(72.34)	(28.51)	(73.54)	(108.5)	(5.252)	(77.57)	(106.2)	(52.29)
Rmt	135.4**	-19.82	-15.94	-21.93	-61.18	-78.91	18.95***	79.74	164.6	28.93
	(60.20)	(62.10)	(74.78)	(28.51)	(72.73)	(114.7)	(5.932)	(88.20)	(107.3)	(54.25)
F.Rmt	86.73	-5.735	5.814	-16.45	-13.65	-225.9*	-7.833	93.68	88.18	-51.53
	(59.73)	(59.84)	(72.49)	(28.27)	(81.25)	(124.0)	(5.252)	(79.08)	(109.0)	(52.96)
Constant	-6.551***	-16.97*	12.74***	7.468***	-44.98***	-49.24***	4.877	9.796***	7.601	9.847***
	(1.581)	(10.12)	(3.144)	(1.625)	(4.626)	(10.74)	(6.601)	(2.285)	(7.578)	(2.935)
Observations	178	177	177	177	175	107	177	178	177	177
R-squared	0.575	0.050	0.161	0.276	0.465	0.282	0.169	0.029	0.046	0.026

VARIABLES	(111) TPC	(112) TRE	(113) TRU	(114) TSX	(115) VIL	(116) VLE	(117) WBO	(118) WHL	(119) WNH	(120) YRK	(121) ZCI
L.LNVTmt	0.302	0.330	0.256*	-1.171**	-0.822	-0.174	0.370	0.255*	0.973*	2.236***	0.427
	(0.649)	(0.394)	(0.139)	(0.540)	(0.900)	(0.424)	(0.252)	(0.147)	(0.555)	(0.706)	(0.793)
LNVTmt	-0.234	0.912**	1.110***	0.738	0.736	0.185	0.732**	0.871***	0.584	1.361*	1.686**
	(0.671)	(0.403)	(0.136)	(0.542)	(0.948)	(0.417)	(0.315)	(0.149)	(0.551)	(0.713)	(0.785)
F.LNVTmt	0.700	-0.0289	0.159	0.0337	-1.402	0.477	0.105	0.205	1.085**	2.670***	0.557
	(0.668)	(0.375)	(0.136)	(0.489)	(0.894)	(0.426)	(0.303)	(0.150)	(0.423)	(0.714)	(0.801)
L.Rmt	88.27	116.7*	-40.79	10.88	21.36	67.25	51.92	19.58	76.27	-89.71	-44.66
	(96.00)	(66.13)	(42.57)	(29.57)	(32.44)	(59.73)	(63.84)	(33.12)	(51.41)	(68.91)	(87.54)
Rmt	-176.0*	-49.96	7.230	33.21	-2.921	82.86	-15.40	19.60	-40.95	7.866	-40.69
	(94.12)	(71.53)	(44.92)	(35.35)	(16.56)	(58.72)	(65.23)	(32.74)	(69.24)	(72.37)	(95.33)
F.Rmt	-149.3	-0.785	-36.23	46.38	-16.05	-36.03	-2.797	-97.76***	48.68	-50.25	-108.4
	(99.98)	(71.56)	(42.42)	(46.97)	(12.47)	(60.26)	(83.82)	(32.83)	(58.44)	(66.10)	(99.48)
Constant	-1.547	-4.880	-6.143***	18.78***	29.27	4.833	-4.853**	-2.987	-24.23***	-75.58***	-27.67***
	(6.196)	(3.381)	(2.060)	(3.713)	(27.84)	(5.046)	(1.880)	(1.825)	(3.135)	(17.43)	(8.640)
Observations	168	178	177	178	167	177	178	177	178	149	153
R-squared	0.072	0.216	0.453	0.212	0.055	0.028	0.383	0.482	0.448	0.175	0.125

Standard errors in parentheses
***** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1**

ISSN: 2658-8455
Volume 7, Issue 14 (2026), pp. 276-300.
© Authors: CC BY-NC-ND
IJAFAME
International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management & Economics

Annexe 2 : NSE, Résultat des analyses empiriques

VARIABLES	(1) 7UP	(2) ACADEMY	(3) ACCESS	(4) ADSWITCH	(5) AFRPAINTS	(6) AGLEVENT	(7) AIICO	(8) ALEX	(9) ARBICO	(10) ASHAKACEM
L.LNVTmt	0.315**	-0.0486	0.377*	1.191***	0.346	0.0564	0.499***	-0.0293	2.590**	0.302*
	(0.126)	(0.393)	(0.227)	(0.356)	(0.476)	(0.281)	(0.171)	(0.383)	(1.220)	(0.164)
LNVTmt	0.0656	0.330	0.509**	-0.0366	-0.524	0.871***	0.833***	0.494	-1.326	0.409***
	(0.117)	(0.376)	(0.242)	(0.334)	(0.635)	(0.259)	(0.181)	(0.405)	(1.332)	(0.149)
F.LNVTmt	-0.387***	0.607	0.395*	-0.668*	0.207	-0.167	0.487**	-0.235	-0.738	-0.0545
	(0.125)	(0.385)	(0.235)	(0.345)	(0.513)	(0.243)	(0.189)	(0.384)	(1.154)	(0.163)
L.Rmt	1.814**	2.008	-1.657	0.0294	6.618**	0.648	-0.772	8.850***	6.748	-1.347
	(0.757)	(2.298)	(1.081)	(2.046)	(2.859)	(1.438)	(0.947)	(2.420)	(5.608)	(1.039)
Rmt	-0.677	0.761	0.230	-0.487	-1.674	3.256*	1.214	-5.065	4.129	0.412
	(0.900)	(2.834)	(1.648)	(2.226)	(4.426)	(1.704)	(1.451)	(3.448)	(8.372)	(1.146)
F.Rmt	0.891	-2.293	0.412	2.278	-0.653	0.247	-3.434***	1.435	-6.551	0.485
	(0.794)	(2.388)	(1.270)	(2.150)	(3.715)	(1.225)	(1.233)	(2.201)	(6.898)	(1.082)
Constant	11.03***	-2.955	-1.225	1.782	5.527**	0.308	-10.30***	2.317	-1.922	4.644***
	(0.868)	(2.284)	(1.352)	(3.765)	(2.208)	(1.429)	(0.741)	(1.628)	(3.951)	(1.687)
Observations	177	171	178	138	141	178	178	166	88	177
R-squared	0.110	0.156	0.617	0.092	0.072	0.401	0.837	0.143	0.178	0.157

VARIABLES	(11) AVONCROWN	(12) BERGER	(13) BETAGLAS	(14) BOCGAS	(15) CADBURY	(16) CAP	(17) CAPALBETO	(18) CAPOIL	(19) CCNN	(20) CHELLARAM
L.LNVTmt	-0.203	0.00924	-0.187	-0.233	0.185	0.278	1.235**	0.765	-0.148	-0.796**
	(0.431)	(0.155)	(0.393)	(0.223)	(0.133)	(0.177)	(0.535)	(0.678)	(0.228)	(0.366)
LNVTmt	-0.282	0.713***	0.00682	-0.0954	0.292**	0.421***	-0.448	0.339	0.522**	0.296
	(0.400)	(0.147)	(0.392)	(0.199)	(0.119)	(0.161)	(0.507)	(0.536)	(0.214)	(0.337)
F.LNVTmt	0.121	-0.314**	0.494	0.0927	-0.153	-0.143	-0.296	0.707	0.530**	0.961***
	(0.428)	(0.154)	(0.395)	(0.221)	(0.132)	(0.176)	(0.527)	(0.637)	(0.227)	(0.362)
L.Rmt	1.550	2.073**	1.375	1.947	-0.844	-0.179	0.936	-6.462	0.660	1.222
	(2.607)	(0.918)	(2.329)	(1.411)	(0.828)	(1.076)	(3.021)	(4.288)	(1.364)	(2.173)
Rmt	6.327**	-0.678	2.781	1.542	1.121	0.168	3.245	12.39**	1.195	-0.0476
	(3.058)	(1.129)	(2.668)	(1.531)	(0.919)	(1.245)	(3.639)	(4.766)	(1.659)	(2.634)
F.Rmt	-1.374	1.658*	0.833	0.930	0.670	1.088	1.686	-3.642	-1.448	-0.762
	(2.729)	(0.964)	(2.428)	(1.470)	(0.865)	(1.127)	(3.189)	(4.747)	(1.433)	(2.324)
Constant	12.76***	5.465***	4.093	13.28***	8.387***	3.155**	-0.256	-15.33*	0.375	0.936
	(3.091)	(0.929)	(3.353)	(2.477)	(1.280)	(1.367)	(4.465)	(7.788)	(1.433)	(2.440)
Observations	173	177	177	177	177	177	99	116	177	175
R-squared	0.073	0.292	0.051	0.050	0.107	0.172	0.112	0.146	0.312	0.080

VARIABLES	(21) CILEASING	(22) CONOIL	(23) CORNERST	(24) COSTAIN	(25) CUTIX	(26) DNMEYER	(27) DUNLOP	(28) EKOCORP	(29) ENAMELWA	(30) EQUITYASUR
L.LNVTmt	0.393	0.509***	0.782***	1.021***	0.841***	-0.00862	0.115	0.00101	-0.374	0.273
	(0.254)	(0.193)	(0.245)	(0.326)	(0.210)	(0.291)	(0.265)	(0.438)	(0.480)	(0.770)
LNVTmt	0.321	0.113	0.305	0.354	0.198	0.515*	0.898**	0.237	-0.241	1.869***
	(0.238)	(0.175)	(0.222)	(0.308)	(0.194)	(0.266)	(0.350)	(0.425)	(0.500)	(0.711)
F.LNVTmt	0.547**	-0.516***	0.172	-0.0578	0.260	-0.0192	-0.346	0.321	0.839*	0.755
	(0.253)	(0.192)	(0.244)	(0.326)	(0.209)	(0.289)	(0.309)	(0.453)	(0.479)	(0.624)
L.Rmt	1.587	-0.537	-0.188	-1.127	-0.256	0.965	-1.149	2.007	6.014**	-6.403
	(1.528)	(1.176)	(1.593)	(1.885)	(1.257)	(1.781)	(2.095)	(2.760)	(2.701)	(5.886)
Rmt	2.242	2.347*	0.823	1.459	1.263	4.848**	3.577	3.889	-0.213	1.412
	(1.843)	(1.342)	(1.687)	(2.214)	(1.489)	(2.065)	(2.911)	(2.972)	(3.556)	(6.279)
F.Rmt	-1.901	0.894	2.098	-2.647	-0.860	-1.943	-2.289	-0.0566	-1.567	-6.483
	(1.603)	(1.229)	(1.644)	(1.964)	(1.317)	(1.867)	(2.245)	(2.878)	(2.834)	(5.271)
Constant	-4.606***	9.643***	-4.106	-5.584**	-7.036***	3.543	3.982***	-0.585	2.908	-27.59***
	(1.650)	(1.578)	(3.284)	(2.319)	(1.457)	(2.229)	(1.146)	(5.460)	(2.328)	(3.806)
Observations	177	177	177	158	177	177	178	164	152	150
R-squared	0.403	0.093	0.157	0.309	0.472	0.119	0.250	0.039	0.089	0.580

VARIABLES	(31) ETERNA	(32) EVANSMED	(33) FBNH	(34) FIRSTALUM	(35) FLOURMILL	(36) FO	(37) GCAPPA	(38) GLAXOSMTH8	(39) GOLDBREW	(40) GUARANTY06
L.LNVTmt	-0.00527	0.485**	0.194**	0.0308	-0.0729	0.263	1.532**	0.386***	-1.415	0.343***
	(0.186)	(0.223)	(0.0950)	(0.133)	(0.123)	(0.222)	(0.598)	(0.133)	(1.069)	(0.0862)
LNVTmt	0.642***	0.366*	0.610***	0.289**	0.317***	0.468**	-0.676	0.389***	1.772	0.543***
	(0.169)	(0.201)	(0.0861)	(0.122)	(0.111)	(0.200)	(0.594)	(0.123)	(1.053)	(0.0773)
F.LNVTmt	0.200	-0.0785	0.245**	-0.225*	0.271**	-0.150	-1.083*	0.0741	-2.566**	0.241***
	(0.184)	(0.221)	(0.0948)	(0.132)	(0.122)	(0.221)	(0.613)	(0.132)	(0.993)	(0.0858)
L.Rmt	0.0647	-0.453	-1.830***	1.140	-0.252	0.860	2.291	0.184	-41.42**	-0.748
	(1.209)	(1.395)	(0.616)	(0.814)	(0.775)	(1.400)	(3.319)	(0.916)	(16.02)	(0.556)
Rmt	2.339*	2.871*	0.671	-0.307	0.585	-0.325	0.537	-0.283	19.19	-0.248
	(1.256)	(1.564)	(0.684)	(0.953)	(0.863)	(1.542)	(4.055)	(0.988)	(15.31)	(0.635)
F.Rmt	-1.197	0.964	-0.799	0.783	-0.777	2.893**	0.530	0.323	-44.06***	-0.142
	(1.254)	(1.455)	(0.640)	(0.853)	(0.809)	(1.457)	(3.490)	(0.949)	(15.92)	(0.581)
Constant	0.998	0.909	2.089**	10.90***	6.100***	3.953*	9.257**	3.628**	43.10***	0.791
	(2.867)	(2.048)	(0.955)	(0.974)	(1.186)	(2.243)	(3.767)	(1.648)	(10.84)	(0.757)
Observations	177	177	177	177	177	177	132	177	46	177
R-squared	0.136	0.179	0.572	0.067	0.185	0.108	0.073	0.228	0.353	0.700

VARIABLES	(41) GUINEAINS	(42) GUINNESS	(43) INTBREW	(44) INTERLINK	(45) IPWA	(46) JBERGER	(47) JOHNHOLT	(48) JOSBREW	(49) JULI	(50) LASACO
L.LNVTmt	0.746	-0.0136	-0.433	1.526*	0.690	0.382	-0.432	-0.350	0.907	-0.288
	(0.819)	(0.107)	(0.421)	(0.852)	(0.458)	(0.288)	(0.313)	(0.663)	(1.016)	(0.542)
LNVTmt	0.873	0.213**	1.361***	-1.301	0.266	0.525	0.187	0.475	1.661*	1.405***
	(0.802)	(0.0989)	(0.375)	(0.820)	(0.423)	(0.456)	(0.339)	(0.850)	(0.853)	(0.497)
F.LNVTmt	0.761	0.0474	0.707*	-0.00529	0.806*	-0.142	-0.391	0.0825	-1.244	0.512
	(0.750)	(0.107)	(0.421)	(0.810)	(0.479)	(0.406)	(0.295)	(0.646)	(0.939)	(0.513)
L.Rmt	-7.800	-0.351	-4.815*	3.065	0.688	-2.088	8.590***	5.997	-3.929	3.311
	(5.708)	(0.651)	(2.653)	(5.063)	(2.773)	(1.462)	(2.086)	(3.933)	(4.991)	(4.375)
Rmt	6.263	0.781	1.897	-2.221	0.974	-1.239	0.897	0.530	7.338	-0.536
	(5.959)	(0.765)	(2.901)	(5.226)	(3.155)	(2.308)	(2.816)	(4.487)	(6.607)	(5.483)
F.Rmt	-7.695*	0.362	-9.622***	4.925	-1.858	1.599	-1.296	-5.546	-2.476	-8.451**
	(4.215)	(0.682)	(2.759)	(4.228)	(2.922)	(1.650)	(1.857)	(3.614)	(5.321)	(3.728)
Constant	-20.92***	9.365***	-9.705**	2.258	-14.36***	1.150	17.61***	6.052***	-11.77**	-9.080***
	(3.152)	(0.776)	(4.140)	(6.029)	(3.870)	(1.365)	(1.383)	(2.150)	(4.984)	(2.621)
Observations	150	177	173	72	170	178	175	168	97	177
R-squared	0.479	0.124	0.234	0.075	0.193	0.303	0.331	0.048	0.175	0.389

VARIABLES	(51) LAWUNION	(52) LEARNAFRCA	(53) LENNARDS	(54) LIVESTOCK	(55) MANDRID	(56) MAYBAKER	(57) MOBIL	(58) MORISON	(59) MRS	(60) NASCON
L.LNVTmt	0.254	0.198	-0.724	1.537***	-1.190**	0.348**	0.183	-0.0765	0.262	0.716
	(0.367)	(0.219)	(0.516)	(0.507)	(0.576)	(0.169)	(0.176)	(0.461)	(0.172)	(0.525)
LNVTmt	0.566*	0.749***	0.597	0.982*	0.549	0.682***	0.189	0.128	0.0448	0.889**
	(0.329)	(0.199)	(0.528)	(0.545)	(0.621)	(0.156)	(0.203)	(0.440)	(0.188)	(0.446)
F.LNVTmt	0.786**	-0.102	-0.122	0.948*	0.365	0.00376	-0.289	-0.100	-0.346*	1.175**
	(0.365)	(0.218)	(0.511)	(0.572)	(0.542)	(0.168)	(0.183)	(0.451)	(0.186)	(0.495)
L.Rmt	-0.955	-2.045	5.801**	-4.360	3.800	-0.161	1.098	-1.946	0.556	0.577
	(2.277)	(1.337)	(2.785)	(2.976)	(3.258)	(1.011)	(0.920)	(2.640)	(1.036)	(2.745)
Rmt	1.364	-0.299	-2.505	-0.604	0.589	2.329*	-0.824	8.385***	1.263	-5.311
	(2.609)	(1.538)	(3.448)	(4.167)	(5.811)	(1.203)	(1.387)	(3.212)	(1.774)	(4.238)
F.Rmt	-3.736	-0.543	-0.431	-4.042	-0.564	-1.729	1.304	-5.624**	0.885	-2.057
	(2.385)	(1.400)	(2.893)	(3.579)	(5.672)	(1.061)	(1.147)	(2.725)	(1.422)	(3.057)
Constant	-9.319***	-0.582	10.40***	-35.27***	8.643***	-1.874	9.635***	8.269***	10.45***	-25.27***
	(3.064)	(1.746)	(2.740)	(2.351)	(2.271)	(1.141)	(0.558)	(2.637)	(0.680)	(2.942)
Observations	177	177	123	171	132	177	178	162	178	140
R-squared	0.236	0.237	0.059	0.744	0.088	0.494	0.072	0.052	0.088	0.728

VARIABLES	(61) NB	(62) NCR	(63) NEIMETH	(64) NESF	(65) NESTLE	(66) NIGERINS	(67) NIG-GERMAN	(68) NIGROPES	(69) NIWICABLE	(70) NNFM
L.LNVTmt	0.235**	0.327	0.542	0.0935	-0.0746	-0.0643	-0.134	-0.265	-0.318	0.233
	(0.109)	(0.365)	(0.349)	(0.302)	(0.125)	(0.316)	(0.433)	(0.646)	(0.449)	(0.268)
LNVTmt	0.227*	-0.180	0.569	0.160	0.301**	0.784***	0.0800	0.370	0.952*	0.168
	(0.118)	(0.449)	(0.375)	(0.328)	(0.136)	(0.288)	(0.457)	(0.726)	(0.540)	(0.241)
F.LNVTmt	0.156	0.0354	0.444	-0.188	-0.0485	0.171	-0.378	0.151	-0.428	0.187
	(0.112)	(0.432)	(0.356)	(0.301)	(0.135)	(0.314)	(0.398)	(0.690)	(0.453)	(0.266)
L.Rmt	-0.468	3.104*	1.254	1.906	0.376	1.708	5.634**	2.322	4.133	0.0235
	(0.568)	(1.739)	(1.633)	(1.721)	(0.586)	(1.900)	(2.358)	(6.389)	(3.086)	(1.659)
Rmt	0.461	-0.0386	2.439	-1.289	-0.0879	-0.474	0.214	4.184	0.779	1.290
	(0.830)	(2.714)	(2.293)	(2.367)	(0.877)	(2.264)	(3.431)	(8.670)	(4.634)	(1.867)
F.Rmt	-0.0118	1.966	-0.918	0.124	-0.252	0.181	3.009	-2.966	-2.815	0.485
	(0.604)	(2.536)	(1.503)	(1.788)	(0.783)	(1.994)	(2.553)	(6.469)	(3.198)	(1.735)
Constant	5.898***	5.450***	-17.13***	1.038	9.476***	0.442	13.53***	1.448	7.332***	0.883
	(0.453)	(1.374)	(1.859)	(1.224)	(0.425)	(2.144)	(2.136)	(2.842)	(2.057)	(2.398)
Observations	178	177	178	177	178	177	176	141	174	177
R-squared	0.670	0.098	0.587	0.015	0.134	0.173	0.181	0.041	0.052	0.069

VARIABLES	(71) OANDO	(72) OKOMUOIL	(73) PHARMDEKO	(74) PREMBREW	(75) PREMPAINTS	(76) PRESTIGE	(77) PZ	(78) RAKUNITY	(79) ROADS	(80) ROKANA
L.LNVTmt	0.581***	0.446*	0.925	-0.469	-0.319	0.793***	0.106	0.367	0.523	-0.0972
	(0.148)	(0.267)	(0.573)	(0.802)	(0.595)	(0.214)	(0.125)	(0.383)	(0.520)	(0.455)
LNVTmt	0.676***	0.514**	-0.423	0.0715	1.294**	0.244	0.252*	-0.491	0.0253	0.0978
	(0.139)	(0.239)	(0.537)	(0.748)	(0.567)	(0.192)	(0.144)	(0.370)	(0.603)	(0.444)
F.LNVTmt	0.0744	0.0724	0.654	-0.162	-0.587	0.288	0.0622	0.291	0.0551	-0.0264
	(0.147)	(0.265)	(0.565)	(0.770)	(0.555)	(0.213)	(0.129)	(0.275)	(0.643)	(0.453)
L.Rmt	-1.173	-0.0912	4.104	0.996	8.371**	0.866	-0.663	3.851	-0.468	6.178**
	(0.962)	(1.700)	(3.314)	(4.404)	(4.160)	(1.339)	(0.533)	(2.950)	(4.476)	(2.646)
Rmt	0.109	1.944	1.109	-7.261	-2.002	-0.484	1.094	0.530	-1.736	-0.535
	(0.983)	(1.829)	(3.779)	(5.952)	(4.405)	(1.486)	(0.929)	(2.990)	(4.997)	(3.338)
F.Rmt	-0.310	-0.928	0.00521	2.447	1.477	1.350	0.194	-3.218	-1.572	0.577
	(0.995)	(1.773)	(3.345)	(5.026)	(4.094)	(1.397)	(0.867)	(2.181)	(3.900)	(2.782)
Constant	-4.558	-3.102	-7.615*	15.18***	-0.404	-6.563***	7.460***	-1.017	-0.908	1.915
	(2.798)	(3.189)	(4.388)	(4.051)	(4.225)	(2.074)	(0.535)	(1.755)	(2.816)	(2.476)
Observations	177	177	158	107	107	177	178	178	132	177
R-squared	0.223	0.118	0.117	0.068	0.086	0.319	0.416	0.081	0.117	0.067

ISSN: 2658-8455
Volume 7, Issue 14 (2026), pp. 276-300.
© Authors: CC BY-NC-ND
IJAFAME
International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management & Economics

VARIABLES	(81) RTBRISCOE	(82) SCOA	(83) SMURFIT	(84) STUDPRESS	(85) THOMASWY	(86) TOTAL	(87) TRANSEXPR	(88) TRIPPLEG	(89) UACN	(90) UAC-PROP
L.LNVTmt	0.522**	-0.0434	0.611	-0.683	-0.403	0.0516	0.0204	0.298	-0.0430	-0.156
	(0.221)	(0.437)	(0.378)	(0.756)	(0.526)	(0.132)	(0.587)	(0.278)	(0.109)	(0.206)
LNVTmt	0.590***	-0.0647	-0.474	-1.414*	-0.0129	0.194	1.250**	-0.166	0.254**	0.348
	(0.202)	(0.471)	(0.341)	(0.746)	(0.450)	(0.120)	(0.552)	(0.251)	(0.0978)	(0.281)
F.LNVTmt	0.497**	-0.303	0.211	1.341*	0.893*	-0.124	-0.348	-0.379	0.0767	-0.251
	(0.219)	(0.401)	(0.375)	(0.746)	(0.494)	(0.131)	(0.594)	(0.276)	(0.108)	(0.255)
L.Rmt	-1.699	7.117***	-1.239	6.751	2.293	-0.158	-3.727	-0.293	-1.459**	0.740
	(1.349)	(2.476)	(2.319)	(4.286)	(3.037)	(0.797)	(3.327)	(1.786)	(0.684)	(1.127)
Rmt	2.123	-0.246	1.630	3.591	-0.336	1.022	2.303	3.825**	1.669**	1.246
	(1.593)	(3.752)	(2.614)	(8.244)	(3.330)	(0.930)	(3.815)	(1.904)	(0.766)	(1.543)
F.Rmt	-0.400	0.410	-2.830	-9.182	-2.256	-0.0575	-3.360	0.944	-0.313	0.527
	(1.416)	(2.869)	(2.426)	(6.075)	(3.145)	(0.835)	(3.833)	(1.857)	(0.714)	(1.226)
Constant	-9.953***	12.98***	-2.149	16.09***	1.135	9.085***	-4.470	12.18***	9.722***	13.44***
	(1.608)	(1.578)	(3.338)	(2.789)	(5.032)	(0.983)	(6.286)	(3.399)	(1.007)	(1.169)
Observations	177	178	177	142	165	177	116	177	177	178
R-squared	0.518	0.186	0.046	0.141	0.028	0.044	0.082	0.049	0.130	0.081

VARIABLES	(91) UBA	(92) UNIC	(93) UNILEVER	(94) UNIONDICON	(95) UNIONVENT	(96) UPL	(97) UTC	(98) VANLEER	(99) VITAFOAM	(100) VONO
L.LNVTmt	0.384*	0.505	-0.0597	-0.163	0.205	0.821***	0.255	0.524	0.0426	0.0730
	(0.215)	(0.369)	(0.108)	(0.366)	(0.554)	(0.266)	(0.245)	(0.536)	(0.128)	(0.379)
LNVTmt	0.565**	0.445	0.416***	0.146	0.0734	0.612**	0.814***	-0.904*	0.388***	0.987***
	(0.245)	(0.486)	(0.103)	(0.344)	(0.584)	(0.264)	(0.221)	(0.502)	(0.119)	(0.341)
F.LNVTmt	0.334	-0.251	-0.0103	0.0790	-0.426	-0.253	-0.314	0.600	-0.0492	0.0850
	(0.264)	(0.416)	(0.108)	(0.367)	(0.551)	(0.292)	(0.243)	(0.526)	(0.127)	(0.377)
L.Rmt	-2.199**	2.385	0.210	2.023	-3.496	-1.122	2.300	5.462*	0.449	1.605
	(0.848)	(2.250)	(0.650)	(2.092)	(3.141)	(1.514)	(1.497)	(3.078)	(0.758)	(2.370)
Rmt	-0.344	0.758	0.844	8.780***	7.059*	-3.301	2.119	-3.229	0.641	0.824
	(1.897)	(3.280)	(0.796)	(2.364)	(4.241)	(2.188)	(1.710)	(3.799)	(0.913)	(2.631)
F.Rmt	0.969	1.739	0.0232	-5.656**	-4.165	2.168	0.759	1.862	0.204	-0.740
	(1.492)	(2.240)	(0.681)	(2.168)	(3.298)	(1.580)	(1.570)	(3.255)	(0.797)	(2.473)
Constant	-1.188	2.140	8.940***	7.583**	4.092*	-4.371***	1.084	2.399	7.604***	-5.637
	(0.799)	(1.609)	(0.663)	(3.106)	(2.454)	(1.214)	(1.994)	(3.389)	(0.822)	(3.639)
Observations	178	178	177	139	175	178	177	135	177	177
R-squared	0.740	0.170	0.277	0.154	0.026	0.598	0.226	0.070	0.227	0.117

VARIABLES	(101) WAPCO	(102) WAPIC	(103) WEMABANK
L.LNVTmt	0.172	0.650***	0.352
	(0.152)	(0.211)	(0.255)
LNVTmt	0.367***	0.711***	0.500
	(0.136)	(0.189)	(0.306)
F.LNVTmt	0.280*	0.486**	0.203
	(0.151)	(0.210)	(0.277)
L.Rmt	-0.767	-1.226	2.716
	(0.974)	(1.361)	(2.401)
Rmt	1.510	-1.821	-0.453
	(1.051)	(1.464)	(2.687)
F.Rmt	0.0986	0.586	2.365
	(1.014)	(1.416)	(1.468)
Constant	2.305	-11.77***	-0.0829
	(1.770)	(2.562)	(1.230)
Observations	177	177	178
R-squared	0.201	0.354	0.520

Standard errors in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Annexe 3 : Résultats des analyses empiriques

VARIABLES	(1) global JSE	(3) global NSE
L.LNVTgt	0.0726**	0.109
	(0.0364)	(0.0810)
LNVTgt	0.0855**	1.481***
	(0.0361)	(0.0787)
F.LNVTgt	0.154***	-0.0144
	(0.0369)	(0.0825)
L.RMGt	-0.975**	-0.297
	(0.373)	(0.667)
RMGt	0.0736	0.820
	(0.430)	(0.693)
F.RMGt	-0.866**	0.0968
	(0.382)	(0.674)
Constant	9.559***	-7.908***
	(0.254)	(0.557)
Observations	129	129
R-squared	0.654	0.938

Standard errors in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1