

POIDS DES CONTRAINTES FINANCIERES SUR LA POLITIQUE D'INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES CAMEROUNAISES

DONGMO KANA Valery Verges

Université de Dschang.

Resumé

L'objectif de notre étude est de tester, dans le contexte des entreprises camerounaises, l'impact des contraintes financières sur la politique d'investissement mesuré en termes de dépenses publicitaires, d'immobilisations et de frais de recherche et développement. A partir des tests d'association et de régression sur les données recueillies par un questionnaire sur un échantillon de 34 sociétés au Cameroun, sur une période de 5 ans (2013 -2017), les analyses statistiques confirment certaines hypothèses et indiquent une relation significative entre la politique d'investissement et certaines contraintes financières.

Mots clés : Contraintes financières, politique d'investissement, investissement en termes de dépenses publicitaires, immobilisation et frais de recherche et développement.

Abstract

The objective of our study is to test, in the context of Cameroonian companies, the impact of financial constraints on investment policy measured in terms of advertising expenditure, fixed assets and research and development costs. From the association and regression tests on the data collected by a questionnaire on a sample of 34 companies in Cameroon, over a period of 5 years (2013-2017), the statistical analyzes confirm certain hypotheses and indicate a significant relationship between investment policy and certain financial constraints.

Keywords: Financial constraints, investment policy, investment in advertising expenses, fixed assets and research and development expenses.

Introduction

L'investissement peut être défini sur le plan économique comme le fait de sacrifier une consommation immédiate pour une consommation future. Elle peut encore être défini comme une sortie de trésorerie ayant pour but de modifier durablement le cycle d'exploitation de l'entreprise. Elle a pour but d'accroître les recettes futures. Le surcroît de recettes généré par l'investissement doit être suffisant pour assurer sa rentabilité. Même si dans un premier temps, il diminue la trésorerie de l'entreprise ainsi que ses bénéfices, l'investissement revêt un caractère stratégique dans la mesure où il permet de créer de la valeur et d'assurer la croissance à long terme. La notion d'investissement renvoie la plupart du temps à la notion comptable d'immobilisation. Selon le plan comptable général, une immobilisation est un élément identifiable du patrimoine (séparable des activités, susceptible d'être transféré et évalué avec une fiabilité satisfaisante) ayant une valeur économique positive pour l'entité et qui sert l'activité de façon durable et ne se consomme pas par le premier usage. L'entité espère de l'immobilisation qu'elle génère des avantages économiques (flux nets de trésorerie). La notion d'investissement représente de manière générale un engagement initial de fonds générant sur plusieurs années des gains. Elle dépasse ainsi la notion d'immobilisation en intégrant en plus des dépenses comme la formation du personnel et les dépenses publicitaires.

Nous constatons de ce fait que l'investissement est indispensable pour la prospérité et la pérennité des entreprises. Mais pour la réaliser, les entreprises sont souvent confrontées à des obstacles financiers qui leur empêchent d'avoir accès à des fonds externes d'où la notion de contrainte financière. Plusieurs solutions s'offrent à l'entreprise quand elle est en face d'une difficulté financière. Mais elle peut parfois être dans l'incapacité d'utiliser ces solutions pour la résolution de sa difficulté par exemple en raison d'une clause d'endettement à respecter. Dans ce cas l'entreprise est limitée dans ses prises de décisions, donc elle peut être qualifiée de financièrement contrainte. En effet, conformément à la théorie du pecking order ou du financement hiérarchique (Myers et Majluf, 1984) les firmes préfèrent donc utiliser les fonds propres internes pour payer les dividendes et financer les opportunités d'investissement. Mais lorsque l'autofinancement devient insuffisant pour le financement des projets rentables, le financement externe devient nécessaire. Et les entités recourent d'abord à l'endettement, ensuite et en dernier ressort, elles procèdent à l'émission de nouvelles actions.

Partant de ces constats, la problématique de la recherche soulevée dans le cadre de cette recherche consiste à répondre à la question suivante : dans quelles mesures les contraintes

financières influencent-elle la politique d'investissement des entreprises ?

De manière plus spécifique, quelle est l'influence des cash-flows, de l'endettement bancaire, les dettes commerciales, le coût du financement et les garanties sur la politique d'investissement des entreprises camerounaises?

Bon nombre de chercheurs, ont tenter de répondre à cette question, nous pouvons noter les travaux de Fazari, Hubbard et Peterson (1988) qui interprètent une relation positive significative entre l'investissement des firmes et la mesure de leur financement interne (cash-flow) comme preuve des contraintes de financement. Mohd adib ismaila , Mansor ibrahimb , Mohammed yusoff et Mohd-pisal zainald (2010) quant à eux ont étudié l'effet des contraintes financières sur l'investissement des entreprises en Malaisie en se basant sur les cash-flows. Sevcan Yesiltas (2009) à mener son étude sur l'effet des contraintes financières sur l'investissement des entreprises Turque. Wafa Hadriche Ben Ay et Sonia Ghorbel Zo (2014) qui ont analysé l'impact des contraintes financières sur le comportement innovant des petites et moyennes entreprises Tunisiennes. Yomna Daoud et Aïda Kammoun (2011) qui ont dans leur étude donner un aperçu sur les déterminants de l'investissement dans le cadre du marché de capitaux parfait et en présence de contraintes financières dues aux asymétries d'information, conformément aux travaux théoriques et empiriques antérieurs et d'autre part tester, dans le contexte des entreprises tunisiennes, l'importance des contraintes financières dans l'explication du comportement d'investissement. Jacques Mairesse, Benoît Mulkay et Bronwyn H. Hall qui dans leur étude, donner un aperçu de l'évolution de la stratégie de modélisation et des méthodes d'estimation du comportement d'investissement des entreprises sur des données de panels ; et comparer les comportements d'investissement des entreprises en France et aux États-Unis sur les deux périodes d'estimation 1971-1979 et 1985-1993. Le résultat principal de la comparaison est que la demande constitue toujours, dans les deux pays, le déterminant primordial de l'investissement, alors que le taux de profit jouerait dans les années plus récentes un moindre rôle que dans les années 70. Cette perte d'influence du profit est nettement plus marquée et paraît plus assurée en France qu'aux États-Unis. Il semble ainsi que les entreprises françaises soient moins contraintes financièrement que leurs homologues américaines.

La panoplie des études s'intéressant à la relation entre les contraintes financiers et les dépenses d'investissement se focalisent pour la plupart sur le cas des pays développés. En ce qui concerne ce travail, nous cherchons à élargir ce sujet au cas des pays en développement et spécialement pour le Cameroun. Le Cameroun est un pays intéressant pour ce type d'analyse, puisqu'il s'agit

d'un pays où il existe plusieurs petites entreprises, qui éprouvent encore des difficultés dans le recours aux prêts bancaires, leur structure de financement des investissements est prédominée par les fonds propres, alors que les autres formes de financement telles que le marché financier et le capital-risque restent très peu sollicités.

Ainsi, l'objectif de notre étude est de tester, dans le contexte des entreprises camerounaises, l'impact des contraintes financières sur la politique d'investissement.

Pour ce faire, nous avons structuré notre travail de la manière suivante : dans un premier temps, nous présenterons le cadre théorique de l'étude en mettant en exergue les théories qui sous-tendent notre problématique suivi d'une synthèse de la revue de littérature théorique sur la politique d'investissement en présence de contraintes financières tout en formulant les hypothèses de notre recherche. Dans un second temps, nous traiterons les aspects méthodologiques. Ensuite nous procéderons à une analyse et interprétations des résultats obtenus. La conclusion fera l'objet du dernier point où nous présenterons les principaux résultats de cette recherche, les limites et les perspectives.

1. Cadre théorique et formulation des hypothèses de la recherche

Il serait question dans cette partie de présenter dans un premier temps, les différentes théories qui sous-tendent notre problématique et de faire une synthèse de la littérature empirique sur l'impact des contraintes financières sur la politique d'investissement des entreprises tout en formulant les hypothèses de notre recherche.

1.1. Les théories qui sous-tendent notre problématique

1.1.1. Théories expliquant les contraintes financières

Comme théorie expliquant ce phénomène, nous pouvons avoir la théorie de l'agence, l'asymétrie de l'information, théorie du rationnement du crédit et du pecking order.

1.1.1.1. Théorie de l'agence

Cette théorie a été développée par Jensen et Meckling (1976). Une analyse de cette théorie à un certain niveau met en relation le créancier, banquier ou prêteur (principal) et l'actionnaire et le dirigeant (agent). Parce que les créanciers financiers (banque, d'Etat) ont prêté à l'entreprise, ils trouvent l'intérêt de s'intéresser à la bonne marche de celle-ci pour s'assurer du remboursement de leur prêt selon les termes contractuels (remboursement des intérêts dus à échéance convenue). Face aux créanciers financiers, les actionnaires sont plus favorables à investir dans

des projets à long terme plus rentables et plus risqué susceptibles de compromettre les remboursements à court terme de leurs emprunts. Mais il est également à noter que cette relation génère des conflits financiers que sont:

- Les coûts d'agence de la dette ou coûts de surveillance supportés par le créancier et qui augmentent avec le montant des prêts consentis.
- Les coûts d'opportunité ou coût de sur optimalité supportés par le créancier du fait du choix par le dirigeant et actionnaire d'investir dans les projets plus rentables, plus risqués et à long terme susceptible de compromettre le remboursement à court terme des prêts consentis.

Nous pouvons donc conclure que ce ratio de coût de financement représente aussi une variable indiquant le niveau de contrainte financière liée à l'endettement bancaire. Un ratio important implique que la capacité de l'entreprise à financer ses charges financières peut être douteuse, ce qui l'handicape à solliciter de nouvelles dettes.

1.1.1.2. L'asymétrie d'information

L'asymétrie d'information a été introduit dans la théorie économique, par Akerlof [1970], elle a été particulièrement féconde en économie industrielle, en économie du travail, en théorie des assurances et en économie financière. L'asymétrie de l'information, qui est entre autres à la base de la théorie des signaux, correspond à l'idée que la même information n'est pas partagée par tous (ainsi, les dirigeants d'une société peuvent disposer de renseignements que n'ont pas les investisseurs) et que même si c'était le cas, la même information ne serait pas perçue de la même manière. Il n'est donc pas raisonnable de croire que l'information est à tout instant équitablement partagée. La prise en compte des problèmes d'information dans les relations entre agents économiques modifie les conclusions de la théorie traditionnelle de Modigliani et Miller (1958), et permet d'expliquer de nombreux comportements.

D'après le théorème de Franco Modigliani et Merton Miller (1958), la firme est indifférente de financer son investissement par endettement, rétention des profits ou émission d'actions. Cette situation conduit à une condition d'égalité entre le rendement exigé par les actionnaires et le taux d'intérêt. Le modèle de base de Modigliani et Miller a donné lieu à plusieurs remises en cause. La première résulte de l'introduction simultanée du biais lié à la fiscalité et des coûts de défaillances.

La déductibilité des frais de financement du bénéfice est favorable au financement par endettement. Mais si le taux d'imposition des dividendes est inférieur à celui des intérêts perçus,

le gain lié à l'endettement est moindre pour l'actionnaire. Par ailleurs, la croissance de l'endettement entraîne un risque de défaillance accru : le niveau optimal d'endettement est alors obtenu par arbitrage entre l'avantage fiscal lié à la dette et le coût du risque de défaillance.

La plupart des études s'intéressant à l'impact des problèmes financiers sur l'investissement des entreprises montrent que le financement par émission de nouvelles actions représente une part faible du financement externe. Dans ce sens, si la dette est la première source de financement externe, l'effet des contraintes financières y associées est important sur les décisions d'investissement de l'entreprise.

1.1.1.3. Théorie du rationnement du crédit

Le rationnement du crédit intervient quand la quantité demandée excède la quantité offerte sur le marché de crédit et que le taux d'intérêt n'augmente pas jusqu'au taux d'équilibre (Stein, 2002). Yan (1997) précise que le rationnement existe si l'offre du prêteur ne satisfait pas en totalité la demande de l'emprunteur. Keeton (1979) distingue, d'une part, le rationnement de type 1 (lié au niveau de remboursement) et, d'autre part, le rationnement de type 2 (lié au niveau du taux d'intérêt). Ang (2000), pour sa part, a identifié quatre types de rationnement :

- le rationnement de type 1 : la banque accorde un crédit pour un montant inférieur à celui demandé ;

- le rationnement de type 2 : la banque refuse de s'engager envers certains emprunteurs ;

- le rationnement de type 3 : la banque refuse de prêter au taux désiré par l'emprunteur ;

- le rationnement de type 4 : les emprunteurs sont très risqués .

L'augmentation du taux d'intérêt incite la firme à prendre des actions qui contredisent l'intérêt du prêteur. Ainsi, un taux d'intérêt unique ne peut pas équilibrer le marché du crédit. S'il est trop bas, la rentabilité des prêts n'est pas assurée, s'il est trop haut les projets les moins risqués seront dissuadés. L'équilibre va se faire par les quantités. Dans ces circonstances, les restrictions de crédits prennent la forme d'une limitation du nombre de prêts.

1.1.1.4. Théorie du pecking order

Elle a été développée par Myers Majluf (1984), ses hypothèses sont les suivantes :

- Il y'a asymétrie d'information entre dirigeants et investisseurs externes;

- La politique de dividende est rigide c'est-à-dire que la rémunération de l'action est indépendante du résultat.

Cette théorie établit un ordre de financement immuable qui est le suivant :

- Utiliser d'abord l'autofinancement;
- Utiliser ensuite la dette y compris les fonds hybrides;
- Emettre enfin de nouvelles actions .

Le niveau d'investissement nécessaire pour une entreprise est déterminé par le montant des projets rentables c'est-à-dire à VAN positive. Seul l'épuisement de la source de financement privilégiée par rapport à ses investissements permet l'utilisation de la prochaine source.

Ainsi, cette théorie considère la dette comme un mode résiduel de financement qui ne peut être utilisé que si le montant des investissements rentables est supérieur à l'autofinancement. La structure financière optimale n'est plus une préoccupation de cette théorie car on ne recourt à la dette qu'en cas d'un besoin de financement externe.

1.1.2 Q de Tobin comme théorie expliquant l'investissement

Le Q de Tobin est une théorie de choix des investissements développée en 1969 par l'économiste James Tobin. Cette théorie définit le Q tel que:

$$Q = \text{Valeur boursière de l'entreprise} / \text{Valeur de remplacement du capital fixe.}$$

Cette discussion empirique a été développée pour la première fois par Fazzari et al. (1988), qui a utilisé le Q, suggérée par Tobin, comme une approximation des opportunités d'investissement non observables. Le proxy de cette théorie est un taux de la valeur de marché d'un investissement supplémentaire aux coûts de remplacement de ce nouvel investissement, à savoir le Q marginal. Les investissements sont exclusivement déterminés par le prix du capital, qui est le Q marginal. L'avantage du Q de Tobin est qu'il utilise la valeur marchande, et par conséquent, ce modèle permet une mesure directe de la valeur attendue de la rentabilité future (George et al., 2011). Fazzari et al. (1988) ont utilisé pour des raisons empiriques, le Q comme un moyen de contrôle des opportunités d'investissement. Cependant, ce modèle d'investissement de forme réduite est remis en question par différents chercheurs (par exemple Chen et Chen, 2012, Clearly et al., 2007, Kaplan et Zingales, 1997, Rauh, 2006), qui expliquent que cette approximation n'est valide que lorsqu'elle répond à quatre hypothèses: (1) séparation des investissements et des décisions de financement, (2) le capital est homogène, (3) la

production homogène linéaire et les coûts d'ajustements linéaires et (4) des marchés parfaits. La deuxième critique est que le financement internes pourraient contenir des informations sur les opportunités d'investissement, en particulier pour les entreprises jeunes et petites, en raison de la grande incertitude des projets d'investissement (Silva & Carreira, 2010).

1.2 Synthèse de la littérature sur le lien entre les contraintes financières et la politique d'investissement des entreprises.

Il est question ici de faire une synthèse de la littérature sur les contraintes financières et la politique d'investissement et de ressortir les hypothèses de la recherche à travers les variables indicatrices de contraintes financières et la politique d'investissement. De ce fait nous allons nous allons mesurer la politique d'investissement en terme d'immobilisation acquis par les entreprises, les dépenses publicitaires et les frais de recherche et développement.

1.3.1. Le financement interne

Plusieurs études s'intéressant aux contraintes financières utilisent le cash-flow comme déterminant financier possible de l'innovation (Bond, Harhoff et Van-Reenen, 2006 ; Harris, Rogers et Siouclis, 2003). Le cash-flow qui est la marge brute d'autofinancement ou la capacité réelle de l'entreprise à financer ses investissements, le service de sa dette et le dividende de ses actionnaires. Conformément à Mateev, Poutziouris et Ivanov (2013), nous mesurons l'autofinancement de l'entreprise par le montant des cash-flows nets, rapporté au total des actifs. Cependant, les marchés de capitaux ne sont pas parfaits en raison de la présence de frictions de financement et par conséquent, la finance d'entreprise devient intéressante (Denis, 2011). Sanjeev Kumar et K. S. Ranjani (2018) ont essayé également de comprendre le rôle de la sensibilité des cash-flows à l'investissement en tant que mesure des contraintes financières sur 768 entreprises Indiennes cotées sur une période (2009-2015). Il ressort de leur étude que la sensibilité des cash-flows est une mesure valide de contrainte financière et que les décisions d'investissement des entreprises autonomes sont plus sensibles aux flux de trésorerie que les entreprises affiliées au groupe.

En raison des imperfections du marché du capital, les coûts des financements externes dépassent les coûts de financement interne. Ainsi, il est prévu que les investissements des PME dans un pays en développement, de même que pour les grandes sociétés cotées dans ces pays occidentaux, sont généralement financés par des fonds internes. Cela conduit à l'hypothèse suivante:

H1) Les cash- flows influencent significativement et positivement sur l'investissement en terme de dépenses publicitaires;

1.3.2. L'endettement bancaire

Certaines études récentes suggèrent que la dette est une variable importante dans l'équation de la régression du cash-flow à l'investissement et que l'absence de cette variable peut mener à des coefficients biaisés de la variable cash-flow (Moyen, 2004 ; Bhagat, Moyen et Suh, 2005 ; Cleary, Pavel et Raith, 2007 ; Brown et Petersen, 2009). Cette variable mesure le niveau d'endettement des entreprises étudiées, ou en d'autres termes, le niveau des contraintes financières rencontrées par l'entreprise en raison de sa politique financière. Ainsi, un fort ratio d'endettement signifie que l'entreprise est fortement endettée et qu'elle peut tomber en faillite. Inversement, un faible ratio d'endettement peut indiquer une faible capacité des entreprises à contracter des dettes supplémentaires et entrave ainsi l'innovation (Savignac, 2008). Conformément à Biais, Hillion et Malécot (1995), Carpentier et Suret (2000), Dufour et Molay (2010) et Sheikh et Wang (2011), le ratio d'endettement financier est mesuré par les dettes financières rapportées au total des actifs. Plusieurs études soutiennent l'idée selon laquelle, les entreprises innovantes ont intérêt à limiter la part de la dette dans leur structure de capital et à augmenter de ce fait le financement par capitaux propres (Jensen et Meckling, 1976 ; Myers, 1977 ; Williamson, 1988 ; Shleifer et Vishny, 1992).

H2) L'endettement bancaire impacte significativement et positivement sur l'investissement en terme d'immobilisation;

1.3.3. Les dettes commerciales

Ce ratio est une mesure supplémentaire de l'endettement. Un fort endettement vis-à-vis des fournisseurs signifie que les entreprises sont contraintes à accéder à un financement bancaire. Ainsi, certains auteurs, tels que Petersen et Rajan (1994) considèrent que la dette commerciale est un substitut à la dette financière dans les entreprises rationnées. En outre, la théorie du pecking order développée en 1984 par MYERS et MAJLUF considère la dette comme un mode résiduel de financement qui ne peut être utilisé que si le montant des investissements rentables est supérieur à l'autofinancement. La structure financière optimale n'est plus une préoccupation de cette théorie car on ne recourt à la dette qu'en cas de besoin de financement externe. D'où la formulation de l'hypothèse suivante:

H3) Les dettes commerciales influencent positivement et de manière significative sur l'investissement en terme d'immobilisation;

1.3.4. Le coût de financement

Une analyse de la théorie positive de l'agence développée par Jensen et Meckling (1976) a un certain niveau met en relation le créancier, banquier ou prêteur (principal) et l'actionnaire et le dirigeant (agent). Parce que les créanciers financiers (banque, d'Etat) ont prêté à l'entreprise, ils trouvent l'intérêt de s'intéresser à la bonne marche de celle-ci pour s'assurer du remboursement de leur prêt selon les termes contractuels (remboursement des intérêts dus à échéance convenue). Face aux créanciers financiers, les actionnaires sont plus favorables à investir dans des projets à long terme plus rentables et plus risqué susceptibles de compromettre les remboursements à court terme de leurs emprunts. Mais il est également à noter que cette relation génère des conflits financiers que sont:

- Les coûts d'agence de la dette ou coûts de surveillance supportés par le créancier et qui augmentent avec le montant des prêts consentis.
- Les coûts d'opportunité ou coût de sur optimalité supportés par le créancier du fait du choix par le dirigeant et actionnaire d'investir dans les projets plus rentables, plus risqués et à long terme susceptible de compromettre le remboursement à court terme des prêts consentis.

Nous pouvons donc conclure que ce ratio de coût de financement représente aussi une variable indiquant le niveau de contrainte financière liée à l'endettement bancaire. Un ratio important implique que la capacité de l'entreprise à financer ses charges financières peut être douteuse, ce qui l'handicape à solliciter de nouvelles dettes. D'où notre quatrième hypothèse selon laquelle:

H4) Il existe une relation significative et négative entre le coût du financement et l'investissement en terme de recherche et développement;

1.3.5. Les garanties

Almeida et Campello (2007) soulignent que la fiabilité des garanties est une variable qui favorise la capacité des entreprises à emprunter et qui doit influencer l'investissement en présence de contraintes financières. Ils montrent que lorsqu'une entreprise est contrainte financièrement, elle est incitée à orienter ses investissements vers plus d'immobilisations tangibles afin d'augmenter sa capacité de crédit. Ils montrent également que la sensibilité des investissements aux cash-flows dans les entreprises contraintes est une fonction croissante avec la tangibilité de leurs actifs. Saignac (2008) indique que cette variable peut refléter la situation financière de l'entreprise dans la mesure où elle met en évidence l'importance des actifs

apportés aux banquiers. En conséquence, un niveau élevé d'actifs immobilisés est un signal favorable de la capacité d'emprunt de l'entreprise. Nous mesurons les garanties par la somme des immobilisations corporelles rapportée au total des actifs (Bourdieu et Colin-Sédillot, 1993 ; Mateev, Poutziouris et Ivanov, 2013). D'où notre dernière hypothèse de recherche.

H5) Les garanties sont significativement et positivement associées à l'investissement en terme d'immobilisation.

Une fois les hypothèses développées, nous allons à présent procéder au développement de la méthodologie de l'étude.

2. Méthodologie de l'étude

Elle concerne la démarche générale de la recherche partant du paradigme épistémologique, population de l'étude, choix de l'échantillon et Méthode de collecte des données, l'instrument de mesure et les méthodes statistiques utilisées pour le traitement des données.

2.1. Paradigme épistémologique

Toute recherche soulève des questions épistémologiques. Les critères de validité de notre recherche sont la vérifiabilité, la confirmabilité, et la réfutabilité autrement dit, l'explication ou la prédiction du réel. Au vu de ces différentes raisons on peut dire que notre recherche se situe dans un paradigme positiviste.

2.2. Population de l'étude, choix de l'échantillon et Méthode de collecte des données

Dans le cadre de cette recherche, la population étudiée est constituée des entreprises exerçant leurs activités au Cameroun et sur lesquelles pèse l'obligation de publier les états de fin d'exercice. Le répondant idéal est le directeur financier, le chef comptable, le comptable, le contrôleur de gestion et l'analyste financier. Ainsi la population visée par notre étude est constituée de l'ensemble des entreprises du secteur Industriel, Commercial, Service, Transport, Touristique, bancaire, assurance et Télécommunication implantées dans les villes du Cameroun et qui tiennent une comptabilité.

Nous avons en fonction du recensement général des entreprises par l'INS, fait un choix aléatoire des entreprises de notre échantillon sur la base des données disponibles. Le profil de l'échantillon dépendra donc du terrain choisi d'une part et d'autre part des personnes qui auront accepté de participer à l'enquête sur la base du volontariat.

Les terrains d'investigation Douala, Yaoundé, Bafoussam, Bamenda sont les villes retenues car elles concentrent l'essentiel des entreprises camerounaises et selon l'Institut National de la Statistique (INS), Douala et Yaoundé concentrent environ 85% des entreprises camerounaises. Dans le cadre d'une étude exploratoire, l'administration du questionnaire consiste à faire une descente sur le terrain afin de recueillir des informations auprès des personnes (cible) pour lesquelles le questionnaire est destiné.

Nous avons ainsi ventilé 43 questionnaires, 38 ont été retournés. Parmi eux 4 étaient non exploitables. Le taux de réponse des questionnaires reçu de 88,37% est jugé satisfaisant, compte tenu de la longueur du questionnaire et surtout du contexte de l'étude. Avec un taux de réponses exploitables de 79,06%, nous avons estimé qu'il n'était pas nécessaire de faire des relances. Il est également à noter que notre étude porte sur une période de 5 ans (2013 - 2017).

Tableau 1 : Répartition des entreprises de notre échantillon par secteur d'activité

Secteur d'activité	Fréquence	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Industriel	5	14.7	14.7	14.7
Service	13	38.2	38.2	52.9
Commercial	11	32.4	41.2	85.3
Transport	4	11.8	11.8	97.1
Télécommunication	1	2.9	2.9	100.0
Total	34	100.0	100.0	

Source : l'auteur à travers la collecte des données

2.3 Présentation du modèle théorique de l'étude

L'objectif de notre étude est de tester, dans le contexte des entreprises camerounaises, l'impact des contraintes financières sur la politique d'investissement, le modèle structurel général qui établit la relation entre ces deux concepts ce présente comme suit:

$$PINVEST = \alpha + \beta_1 CASHF + \beta_2 ENDT + \beta_3 DCOM + \beta_4 COUF + \beta_5 GART + \varepsilon$$

En mesurant la politique d'investissement (PINVEST) des entreprises qui est la variable expliquée en terme d'investissement en immobilisation (INVESTI), Depenses publicitaires (DEPU) et les frais de recherche et developpement (FREDE). Notre modèle théorique détaillé ce presentera comme suit:

$$\text{INVESTI} = \alpha + \beta_1 \text{CASHF} + \beta_2 \text{ENDT} + \beta_3 \text{DCOM} + \beta_4 \text{COUF} + \beta_5 \text{GART} + \varepsilon \quad (1)$$

$$\text{DEPU} = \alpha + \beta_1 \text{CASHF} + \beta_2 \text{ENDT} + \beta_3 \text{DCOM} + \beta_4 \text{COUF} + \beta_5 \text{GART} + \varepsilon \quad (2)$$

$$\text{FREDE} = \alpha + \beta_1 \text{CASHF} + \beta_2 \text{ENDT} + \beta_3 \text{DCOM} + \beta_4 \text{COUF} + \beta_5 \text{GART} + \varepsilon \quad (3)$$

Nous précisons également que les variables explicatives sont des vecteurs de variables financières comprenant l'endettement (ENDT) et des indicateurs de l'existence de contraintes financières tels que le cash-flow (CASHF), les dettes commerciales(DCOM), le coût de financement(COUF), et une variable de contrôle qui est la garantie(GART).

Tableau 2: Opérationnalisation des variables de l'étude

Variables	Definitions	Mésures retenues par référence aux études antérieures	Auteurs de référence
Variable expliquée : Politique d'investissement			
INVESTI	Investissement en immobilisation	Variation des Immobilisations de N-1 a N	Guus Scheuten, (2014), Yomna Daoud et Kammoun, (2011),
DEPU	Dépenses publicitaires	Montant des charges publicitaires	Maximilien Nayaradou et Alain Villemeur (2010)
FREDE	Frais de recherche et développement	Montant des frais de recherche et développement	Hall(1992);Himmelberg et Peterson(1994); Czarnitzki (2006)
Variables explicatives: financement interne et externe			
CASHF	Cash-flow	Cash-flow net/actif total	Harhoff (1998), Aggarwal et Zong (2006), Islam et Mozumdar(2007), Mateev, Poutziouris et Ivanov (2013)
ENDT	Endettement bancaire	Emprunts + concours bancaires et autres passifs financiers/totaux des actifs	Silva et Carreira (2011), Groff et Nguyen-Thi, (2012)
DCOM	Dettes commerciales	Dettes fournisseurs et comptes rattachés/total des actifs	Leiponen et Zhang, (2010)
COUF	Coût de financement	Charges financières/emprunts + concours bancaires et autres passifs financiers	Groff et Nguyen-Thi, (2012)
Variable de contrôle: les garanties			
GART	Les garanties	Immobilisations corporelles/actif total	Barlatoni (2011), Dagobert Ngongang (2015).

Source: l'auteur a travers la revue de la littérature

2.4 Méthode d'analyse statistique

- Pour le traitement et l'analyse des données, nous allons utiliser le logiciel SPSS 23 à cause de sa portée scientifique élevée ;
- Pour l'analyse descriptive, nous allons utiliser le tri à plat (qui permet de connaître le nombre de répondants pour chaque modalité de la réponse) et le tri croisé (qui permet de décrire et d'explorer les relations qui existent entre deux variables simultanément) ;

Et pour le test de nos hypothèses, nous avons utilisé l'analyse de variance (pour expliquer les variables quantitative par les variables qualitative) et la régression linéaire pour l'estimation des variables et nous avons obtenu les résultats ci-après.

3. Résultats et discussions

Il sera question dans cette rubrique de présenter et d'interpréter les résultats des analyses descriptives, et des analyses explicatives bivariées et multivariées.

3.1. Résultat de l'analyse descriptive

Le tableau suivant représente l'analyse descriptive entre les variables dépendantes, indépendantes et de contrôle.

Tableau 3 : Statistiques descriptives

	N	Minimum	Maximum	Moyenne	Ecart type
INVESTI	34	1	2	1.35	.485
DEPU	34	1	2	1.68	.475
FREDE	34	1	2	1.79	0.41
CASHF	34	1	2	1.62	.493
ENDT	34	1	2	1.76	.431
GART	34	1	2	1.79	.410
DCOM	34	1	2	1.79	.410
COUF	34	1	2	1.82	.387
N valide (liste)	34				

A la lecture du tableau ci-dessus, nous pouvons noter que :

- ✓ Parmi les variables dépendantes liées à la politique d'investissement, nous avons l'investissement en terme d'immobilisation avec une moyenne de 1,35 et un écart type

de 0.485 ; les dépenses publicitaires avec une moyenne de 1,68 et un écart type de 0,475 et les frais de recherche et développement avec une moyenne de 1.79 et un écart type de 0.41%.

- ✓ Les variables explicatives liées aux contraintes financières sont représentées avec une moyenne de 1,62 et un écart type de 0,493 en terme de cash-flows ; une moyenne de 1,76 et un écart type de 0,431 en terme d'endettement bancaire ; une moyenne de 1,79 et un écart type de 0,410 en terme de dette commerciale ; et enfin une moyenne 1,82 et un écart type de 0,387 en terme de cout du financement bancaire.
- ✓ La variable de contrôle est représentée en termes de garanties avec une moyenne 1,79 et un écart type de 0,410.

L'analyse descriptive de nos différentes variables étant réalisées, nous allons à présent procéder à une analyse explicative bivariée.

3.2. Résultats des analyses explicatives bivariées

Pour cette analyse, nous allons recourir au test d'indépendance du khi-deux. Le but étant d'examiner les relations univariées entre la variable dépendante, les variables indépendantes et de contrôle. Il s'agit ici principalement dans notre étude d'analyser la relation statistique entre les variables liées aux contraintes financières et la politique d'investissement.

Tableau 4 : Résultat du test d'indépendance de khi-deux

Modeles	Variables	Valeurs	Ddl	khi-deux de Pearson
Modele 1: Investissement en terme d'immobilisation (INVESTI)	DCOM	4,808	1	0,028
	ENDT	2,380	1	0,123
	GART	4,808	1	0,028
Modele 2: Investissement en termes de depenses publicitaires (DEPU)	CASHF	8,192	1	0,004

Modele 3: Investissement en frais de recherche et developpement (FREDE)	COUF			
		3,855	1	0,050

Le tableau suivant montre que :

- ✓ **Dans le modèle 1** : L'endettement bancaire et les garanties avec un khi-deux de 0,028 ont effet significatif et positif au seuil de 5% sur l'investissement en termes d'immobilisation, ce qui conforte notre hypothèse 3 et 5. Par contre l'endettement bancaire avec un khi-deux de 0,123 n'appartient à aucune intervalle de confiance ce qui traduit que nous n'avons pas suffisamment de preuve pour confirmer l'existence d'un lien significatif entre l'endettement bancaire et l'investissement en immobilisation (H3).
- ✓ **Dans le modèle 2** : A la lecture de ce tableau, nous constatons que les cash-flows influencent significativement au seuil de 1% sur l'investissement en termes de dépenses publicitaires. Ce qui conforte notre hypothèse H1.
- ✓ **Dans le modèle 3** : Nous constatons à la lecture de ce tableau que le coût du financement bancaire influence significativement sur l'investissement en frais de recherche et développement au seuil de 5%. Ce qui conforte notre hypothèse H4.

3.3. Résultats des analyses explicatives multivariées à travers la régression linéaire

Nous allons présenter dans le tableau ci-dessous l'estimation finale des variables de notre modèle à travers la régression linéaire afin d'avoir une idée sur la nature de la relation entre nos variables explicatives, de contrôles et expliquées.

Tableau 5 : Tableau d'estimation des variables du modèle à travers la régression linéaire

Modèles	Variables	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
		B	Erreur standard	Bêta		
Modèle 1: Investissement en terme	(Constante)	-2.523	1.086		-2.324	0.028
	CASHF	0.058	0.158	0.059	0.368	0.716
	ENDT	0.699	0.169	0.620	4.123	0.000*
	GART	0.719	0.179	0.608	4.019	0.000*

d'immobilisation (INVESTI)	DCOM	0.742	0.179	0.628	4.136	0.000*
	COUF	-0.040	0.165	-0.032	-0.244	0.809
	R= 0.780 R ² = 0.608					
Modèle 2: Investissement en termes de dépenses publicitaires (DEPU)	(Constante)	1.040	1.425		0.730	0.472
	CASHF	0.427	0.208	0.444	2.055	0.049**
	ENDT	0.081	0.223	0.074	0.365	0.718
	GART	-0.058	0.235	-0.050	-0.246	0.807
	DCOM	-0.202	0.236	-0.175	-0.859	0.397
	COUF	0.147	0.216	0.120	0.681	0.501
	R= 0.543 R ² = 0.295					
modèle 3: Investissement en frais de recherche et développement (FREDE)	(Constante)	0.628	1.198		0.524	0.604
	CASHF	0.317	0.175	0.381	1.815	0.080***
	ENDT	0.092	0.187	0.096	0.490	0.628
	GART	-0.046	0.197	-0.046	-0.234	0.817
	DCOM	-0.146	0.198	-0.146	-0.739	0.466
	COUF	0.459	0.182	0.433	2.524	0.018**
	R= 0.578 R ² = 0.334					

*,**,*** : significatif au seuil respectif de 1%, 5% et 10%, **Source : l'auteur**

Les résultats de l'estimation de ces modèles révèlent des valeurs positives pour la variable représentant les facteurs non spécifiés (Constante).

Le tableau d'estimation des paramètres montre que :

- ✓ **Dans le modèle 1 :** L'endettement bancaire ($\beta = 0.620$; $t = 4.123$), les dettes commerciales ($\beta = 0.628$; $t = 4.136$), les garanties ($\beta = 0.608$; $t = 4.019$) ont effet significatif et positif au seuil de 1% sur l'investissement en terme d'immobilisation ;
- ✓ **Dans le modèle 2 :** Parmi les différentes variables explicatives, seuls les cash-flows ($\beta = 0.444$; $t = 2.055$) ont un impact significatif et positif au seuil de 5% sur l'investissement en terme de dépenses publicitaires.
- ✓ **Dans le modèle 3 :** Les cash-flows ($\beta = 0.381$; $t = 1.815$), le coût du financement bancaire ($\beta = 0.433$; $t = 2.524$) influencent significativement et positivement au seuil de 10% et 5% sur l'investissement en terme de frais de recherche et développement.

A partir de ces résultats, et sachant que R² est de 0.680, 0.295 et 0.334, respectivement pour les modèles 1,2 et 3, nous pouvons conclure que les variables prises en compte dans ces

modèles n'expliquent qu'à 68% , 29.5% et 33.4% respectivement l'investissement en terme d'immobilisation, de dépenses publicitaires et frais de recherche et développement.

Conclusion

Il était question dans ce travail de jeter quelques faisceaux de lumières sur l'effet que peuvent avoir les contraintes financières sur la politique d'investissement des entreprises camerounaises. Pour parvenir à nos fins, nous avons dans un premier temps défini les variables expliquant les contraintes financières et la politique d'investissement et ensuite nous avons formulé des hypothèses de recherche citées plus haut.

Une fois ces hypothèses formulées, nous les avons passés au crible de la vérification empirique, c'est ainsi que nous avons constitué un échantillon final par le biais d'un questionnaire des informations sur 34 entreprises donc 10 dans la ville de Bamenda, 14 dans la ville de Douala, 6 dans la ville de Bafoussam et 4 dans la ville de Yaoundé sur une période de 5 ans (2013-2017). Et ensuite nous nous sommes servis du logiciel SPSS 23 pour le traitement des données à travers les tests d'indépendance du Khi-deux et les tests d'analyse de variance pour les différentes analyses et l'estimation des différents paramètres de notre modèle de recherche à travers la régression linéaire. Les résultats obtenue de la régression linéaire sur les données collectées par questionnaire, nous montre que : les cash-flows ont une influencent significative et positive sur l'investissement en terme de dépenses publicitaires ; l'endettement bancaire a une influence significative et positive sur l'investissement en terme d'immobilisation ; les dettes commerciales ont une influence significative et positive sur l'investissement en terme d'immobilisation ; le coût du financement bancaire impacte significativement et positivement sur l'investissement en terme de frais de recherche et développement et les garanties ont une influencent significative et positive sur l'investissement en terme d'immobilisation.

Une synthèse faite sur les résultats de notre analyse est présentée à travers le tableau ci-dessous :

Tableau 16 : Synthèse des résultats

Caracteristiques	Hypothèses	Variables à impact significatif	Nature de la relation prévue	Nature de la relation obtenue	Conclusion
Depenses publicitaires	H1	Cash-flow	Positive	Positive	Confirmée
Investissement en terme d'immobilisation	H2	l'endettement bancaire	Positive	Positive	Confirmée
	H3	dettes commerciales	Positive	Positive	Confirmée
Investissement en terme de recherche et développement	H4	coût du financement	Négative	Positive	Rejetée
Investissement en terme d'immobilisation	H5	Garanties	Positive	Positive	Confirmée

Source : l'auteur à travers les résultats des analyses

Au regard des différents résultats obtenues au cours de notre étude en contexte camerounais, un certains nombres d'enseignements peuvent être faits à l'endroit des entreprises :

_Pour pouvoir disposer en abondance des cash-flows pour la réalisation de ces investissements, les entreprises doivent rapproché les délais des créances clients et demandé une prorogation des délais des dettes fournisseurs ;

_ Afin de faciliter l'accès au crédit bancaire, elle doit d'abord s'assurer d'avoir une bonne organisation comptable, multiplier les actions publicitaires pour voir faire booster leurs chiffres d'affaires et disposer des bons résultats, d'un bon ratio de solvabilité et de liquidité ;

_ Pour échapper à la contrainte du coût de financement bancaire, elle doit s'assurer de disposer des cash-flows nécessaire pour réaliser ces investissements en mettant en place une comptabilité analytique et un système de contrôle de gestion pour la maitrise et minimisation des charges qui est l'élément qui concourent généralement à la baisse de ces cash-flows.

_ Nous recommandons également aux entreprises de recourir à l'appel public à l'épargne afin d'ouvrir leur capital et disposer des ressources nécessaires pour la réalisation de leurs différents investissements.

Certes, les résultats obtenus à l'issue de cette étude viennent enrichir le patrimoine des travaux sur les contraintes financières et l'investissement. Mais, nous pouvons néanmoins

relever quelques limites à cette étude. Comme, la faible taille de l'échantillon, le choix et le champ de recherche limité. Une étude sur l'influence des contraintes comme la taille et l'âge de l'entreprise sur la politique d'investissement pourrait retenir l'attention des futurs chercheurs en Sciences de Gestion.

Références bibliographiques

Aboody, D. et Lev, B. (2000). Information asymmetry, R&D, and insider gains. *The Journal of Finance*, 55(6), 2747-2766.

Aggarwal, R. et Zong, S. (2006). The cash flow-investment relationship: international evidence of limited access to external finance. *Journal of multinational Financial Management*, 16(1), 89-104.

Almeida, H. et Campello, M. (2007). Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment. *Review of Financial Studies*, 20(5), 1429-1460.

Biais, B., Hillion, P. et Malécot, J.F. (1995). La structure financière des entreprises : une investigation empirique sur données françaises. *Économie et Prévisions*, 120(4), 15-28.

Bond, S., Harhoff, D. et Van-Reenen, J. (2005). Investment, R&D, and financial constraints in Britain and in Germany. *Annales d'économie et de statistique*, (79-80), 433-460.

Czarnitzki, D. et Hottenrott, H. (2011). R&D investment and financing constraints of small and medium-sized firms. *Small Business Economics*, 36(1), 65-83.

Dagobert Ngongang, « Asymétrie d'information et rationnement du crédit bancaire dans les P.M.E. camerounaises », *Revue Congolaise de Gestion* 2015/1 (Numéro 20), p. 11-54.

Fazzari, S.M., Hubbard, R.G. et Petersen, B.C. (1988). Financing constraints and corporate investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 19(1), 141-195.

Fazzari, S.M., Hubbard, R.G. et Petersen, B.C. (2000). Investment-cash flow sensitivities are useful : a comment on Kaplan and Zingales. *Quarterly Journal of Economics*, 115(2), 695-705.

George, R., Kabir, R. et Quian, J. (2011). Investment-cash flow sensitivity and financing constraints : new evidence from indian business group firms. *Journal of Multinational Financial Management*, 21(2), 69-88. Gilchrist, S. et Himmelburg, C. (1995). Evidence on the role of cash flow for investment. *Journal of Monetary Economics*, 36(3), 541-572.

Guariglia, A. (2008). Internal financial constraints, external financial constraints, and investment choice : evidence from a panel of UK firms. *Journal of Banking & Finance*, 32(9), 1795-1809.

Harhoff, D. (1998). Are there financing constraints for R&D and investment in German manufacturing firms. *Annales d'économie et de statistique*, (49/50), 421-456.

Himmelberg, C. et Petersen, B. (1994). R&D and internal finance : a panel study of small firms in high-tech industries. *Review of Economics and Statistics*, 76(1), 38-51.

Jensen, M.C. et Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm : managerial behaviour, agency costs and capital structure. *Journal of financial Economics*, 3(4), 305-360.

Malécot Jean-François, Hamon Jacques. Contraintes financières et demande d'investissements des entreprises. In: *Revue économique*, volume 37, n°5, 1986. pp. 885-924.

Miguel Casares, Jean-Christophe Poutineau« Investissement, contraintes financières et fluctuations macroéconomiques », *Revue économique* 2012/5 (Vol. 63), p. 935-951.

Moyen, N. (2004). Investment-cash flow sensitivities : constrained versus unconstrained firms. *Journal of Finance*, 59(5), 2061-2092.

Myers, S.C. et Majluf, N.S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information the investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.

Ploetscher, C. et Rottmann, H. (2002). Investment behavior and financing constraints in German manufacturing and construction firms : a bivariate ordered probit estimation. *IFO-Studien*, 48(3), 383-400.

Raymond, L. et St-Pierre, J. (2007, octobre). La R&D en tant que déterminant de l'innovation dans les PME : essai de clarification empirique. 5e Congrès international de l'académie et de l'entreprenariat. Sherbrooke, Canada.

Sanjeev Kumar and K. S. Ranjani (2018) . Financial constraints and investment decisions of listed Indian manufacturing firms. the Creative Commons Attribution 4.0 International License (<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>),

Suret, J. (1984). Facteurs explicatifs des structures financières des P.M.E. québécoises. *L'Actualité économique*, 60(1), 58–71.

Stiglitz, J. et Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *American Economic Review*, 71(3), 393-410.

Yomna Daoud et Aïda Kammoun(2011). Contraintes financières et comportement d'investissement : cas des entreprises Tunisiennes cotées. *Revue Libanaise de Gestion et d'Economie* | No 6, 2011

Williamson, O.E. (1988). Corporate finance and corporate governance. *Journal of Finance*, 43(3), 567-591.