

Cotation en bourse et problématique de financement des entreprises dans une économie en développement : *le cas singulier du Cameroun*

CHRISTEL CORINE TCHAPGA DJEUKUI
Université de Ngaoundéré, Cameroun

JULES ROGER FEUDJO
Université de Ngaoundéré, Cameroun

Résumé :

L'attrait des marchés financiers dans les économies en développement a été longtemps démontré par les auteurs en finance, à travers la croissance économique qu'ils engendrent et la liquidité des actifs financiers qu'ils favorisent. C'est dans cette optique qu'a été créée au Cameroun, la Douala Stock Exchange (DSX) à l'issue de la loi du 22 Décembre 1999. Par ailleurs, les différentes limites observées dans l'utilisation des sources traditionnelles de financement des entreprises camerounaises font de la naissance de ce marché financier un moyen pertinent de financement de la croissance de ces dernières. Cependant, la dynamique reste très mitigée sur ce marché financier au regard du nombre de cotation recensée de 1999 à nos jours. En effet, trois cotations seulement ont pu être recensées sur la période sus indiquée soit en moyenne 0,1875 par an. Cette réticence de la demande de financement à aller vers une offre, pourtant réelle et disponible, traduit l'existence de souches d'obstacles qui freinent ou empêchent la rencontre entre l'offre et la demande sur ce marché financier. Cette étude a pour objectif d'approfondir la compréhension du phénomène boursier au Cameroun, notamment en termes de facteurs explicatifs de la réticence des entreprises à une cotation.

Mots clefs :

Marché Financier, Accès en Côte, Entreprise, Douala Stock Exchange, Dirigeant.

Abstract :

The attraction of financial markets in expansion economies was shown a long time ago by authors in finance field, through the economic growth that they generate and the liquidity of financial assets that they advantage. Consequently, the Douala Stock Exchange (DSX) was created through the law casted on the 22nd December 1999. In addition, the various limits observed with the use of traditional sources of financing in Cameroonians' firms make the financial market, a relevant means of financing for their growth. However, dynamics remains very mitigated on this financial market in comparison with the number of quotation listed of 1999 to our days. Indeed, three quotations only could be listed over the period known indicated either on average 0,1875 per year. This reserve of the request for financing to go towards an offer, however real and available, translated the existence of stocks of obstacles which slow down or prevent the meeting between supply and demand in this market. This study aims to go deeper in the comprehension of the stock exchange phenomenon. In particular it explains the factors of the reluctance of Cameroonians' firms to a quotation on the Douala Stock Exchange.

Key words :

Financial market, initial public offerings, firm, Douala Stock Exchange, manager.

INTRODUCTION

Il est incontestable, de nos jours, que la métamorphose du paysage financier a stimulé de profonds changements dans l'économie mondiale en général et africaine en particulier. Dans cette perspective, le regain d'intérêt pour une économie de marché et la marche vers la mondialisation, ont conduit à une émergence des marchés financiers en général et des bourses de valeurs en particulier dans plusieurs économies en Afrique. A cet effet, il convient de préciser avec Hautcoeur (2008) que, le concept de bourse de valeurs mobilières est né au 19^{ème} siècle, suite aux innovations bancaires et financières nécessitées par le développement du capitalisme au gré des besoins et des contraintes. Par conséquent, l'émergence d'un marché financier dans un pays ou dans un groupe de pays a pour finalité le financement de l'économie de ces pays par appel public à l'épargne. Cette dynamisation de l'économie repose sur une organisation des négociations des titres de propriété (actions) et des titres de dettes à long et moyen terme (obligations), par la mise en relation des agents à besoins et à capacités de financement.

Au cours des deux dernières décennies, les marchés financiers se sont considérablement développés dans le contexte africain. Les travaux de Standley (2010) affirment que, 10 milliards de dollar de capitaux ont été levés sur les places boursières africaines entre 2007 et 2009. Le marché financier joue donc un rôle de plus en plus important dans l'apport des capitaux au secteur privé. Les atouts des marchés financiers matures ont bien été démontrés et illustrés dans les travaux antérieurs. Par ailleurs, il convient de préciser avec le CNUCED (2007) que la mise en place et la bonne performance relative des marchés boursiers africains sont encourageantes. En effet, en tant que lieu de confrontation de l'offre et de la demande des titres financiers, les bourses de valeurs jouent un rôle considérable dans la mobilisation et l'allocation de l'épargne d'une part et dans la liquidité des capitaux investis et la mobilité des structures industrielles d'autre part. Pour ce qui est du rôle de mobilisation et d'allocation de l'épargne, les bourses de valeurs favorisent l'émission publique des valeurs mobilières destinée à financer les projets d'investissements. Par conséquent, elles établissent un cadre institutionnel définissant les règles qui régissent les transactions effectuées pour l'ensemble des acteurs et qui favorisent une meilleure allocation des ressources (Jacquet et Pollin, 2012). La mise en place de ce support institutionnel améliore les coûts d'information et de transactions lors de la rencontre entre l'offre et la demande de capitaux. En outre, la fonction de liquidité des bourses de valeurs permet aux investisseurs d'acquérir des titres financiers de plusieurs entreprises et de diversifier par conséquent leur portefeuille.

L'éclosion depuis plus d'une décennie, des bourses de valeurs dans différents pays de l'Afrique de l'Ouest et de l'Afrique Centrale témoigne de cette place centrale des marchés financiers dans le financement des entreprises et de l'économie. Il s'agit de la bourse régionale des valeurs mobilières d'Abidjan (BRVM) créée en 1997 en Côte d'Ivoire, de la bourse des valeurs mobilières du Cameroun (DSX) créée en Décembre 1999 et la bourse régionale des valeurs mobilières de l'Afrique Centrale (BVMAC) créée en Décembre 2000 au Gabon. Cette montée en puissance des bourses de valeurs marque ainsi l'importance accordée de nos jours à cette institution de financement. Cette solution alternative, et palliative, dans ces pays, au paradoxe de la surliquidité des banques et du rationnement de crédits aux entreprises, constitue une impulsion de l'ouverture et de l'attractivité réussie pour les entreprises et les économies en Afrique.

Malgré cette attractivité, un constat saisissant s'impose dans le cas singulier du Cameroun à savoir : la sous-estimation de l'importance de la bourse des valeurs par les dirigeants d'entreprises. Ce constat s'appuie sur un autre paradoxe de l'environnement économique du Cameroun à savoir : « le paradoxe de la surliquidité de la bourse des valeurs (DSX) et du refus des entreprises à aller en côte ». En effet, seize ans après sa création, la DSX enregistre aujourd'hui trois (03) cotations sur un total de 93 969 entreprises recensées en 2009 par l'INS. Or, des études réalisées successivement par la B.A.D (2006) et le B.I.T. (2013), il ressort que l'accès au financement représente un véritable obstacle au développement des entreprises en général au Cameroun. Devant ce paradoxe, l'interrogation tant sur

l'efficacité de la DSX que sur les facteurs explicatifs de l'absence des entreprises camerounaises à la côte, est une préoccupation prégnante.

La première partie de cette réflexion examine la situation des entreprises dans le contexte camerounais. La deuxième partie repose sur une revue de littérature, tandis que la troisième met l'accent sur la méthodologie adoptée et les résultats obtenus.

1. Situation des entreprises dans le contexte camerounais

Selon le rapport de l'ECAM (2011), 99% des entreprises au Cameroun sont constituées des PME. Ces entreprises apportent une contribution importante à la création de la richesse nationale. A titre illustratif, les grandes entreprises contribuent à hauteur de 23 % à la production, 11% à la valeur ajoutée et 11% au PIB. De même, les entreprises de taille moyenne contribuent à hauteur de 66% à la production, 74% à la valeur ajoutée, 72% au PIB.

1.1. Les caractéristiques des entreprises au Cameroun

En nous référant aux études menées sur la forme juridique des entreprises camerounaises par l'INS (2009), les entreprises individuelles représentent 89% des entités recensées. Les entreprises de forme sociétaire, notamment les SA, les SARL et les SARLU, sont peu nombreuses et ne représentent qu'environ 11% du tissu des entreprises. Les résultats de cette enquête montrent que, la prépondérance du secteur tertiaire est à relever avec 86,5% des unités recensées contre 13,1 % pour le secteur secondaire et 0,4% seulement pour le secteur primaire. L'un des constats frappant qui se dégage de cette enquête est surtout la jeunesse des entreprises recensées. En effet, 81% des entreprises recensées datent de moins de 10 ans contre 0,5% pour les entreprises créées avant 1960.

Par ailleurs, il convient de relever que les pratiques de gestion observées dans ces entreprises favorisent une meilleure compréhension de leurs orientations stratégiques. En effet, les dirigeants sont pour la plupart des propriétaires, et ne développent pas une vision stratégique sur le long terme. Ils sont préoccupés par un management de proximité, au détriment de la mise en place d'un système de planification et de contrôle au sein de leur entreprise (Kasereka, 2009). De même, l'auteur souligne que leur faible niveau de formation justifie les insuffisances remarquées dans ces structures en termes de manque de connaissances sur l'environnement (opportunités et obstacles), l'absence de notions managériales, la confusion entre le patrimoine de l'entreprise et celui du propriétaire et la gestion subjective du personnel¹. En outre, l'étude réalisée par Djongoué (2007) montre que les entreprises camerounaises sont dotées d'un système d'information simple, souvent peu formalisé, et basé sur les relations informelles que le dirigeant établit avec son environnement. Dans ces conditions, il se pose un problème de fiabilité de l'information à communiquer tant à l'administration fiscale qu'aux bailleurs de fonds. Malgré ces différentes lacunes, il convient de souligner que ces entreprises jouent un rôle essentiel dans le développement de l'économie camerounaise.

1.2. L'importance des entreprises dans l'économie camerounaise

En nous accordant sur l'idée selon laquelle le chômage est un défi majeur auquel doit faire face le Cameroun afin d'atteindre l'objectif économique « d'émergence à l'horizon 2035 », la création d'emplois représente l'une des premières préoccupations. Vue sous cet angle, les entreprises camerounaises ne restent pas en marge de cette réalité relative à la résolution de la crise actuelle de l'emploi comme vecteur de l'émergence. A titre illustratif, le rapport de l'INS (2009) affirme que les entreprises à capital majoritairement national emploient 68,1% du personnel contre 15,6% pour les

¹ L'étude réalisée par l'INS en 2009 montre que, près de 70% des employés appartiennent à la même famille ou à la tribu des dirigeants ; alors que 9,2% de ces employés sont titulaires d'un diplôme universitaire, tandis que 29,3% ont effectué le second cycle du secondaire et 34,38 % le premier cycle du secondaire

entreprises à capital majoritairement étranger. Dans le secteur primaire moderne, les entreprises à capital majoritairement étranger emploient 26,3% des effectifs permanents contre 30% dans le secteur secondaire et 9,4% dans le secteur tertiaire. Par ailleurs, les grandes entreprises à capital majoritairement étranger représentent 34,4% des unités de production de cette catégorie, et emploient 37,8% des effectifs permanents de la catégorie. En outre, l'ensemble des entreprises recensées ont réalisé en 2008 un chiffre d'affaires global de 10 225 milliards de francs CFA. Les villes de Douala et de Yaoundé ont produit à elles seules 73,8% de ce chiffre d'affaires, soit 59,7% pour Douala et 14,1% pour Yaoundé. Il est à signaler que les très petites entreprises et les petites n'ont réalisé que 15,4% du chiffre d'affaires total. C'est la raison pour laquelle les autorités administratives ont jugé nécessaire de placer l'entreprise camerounaise au cœur de la Stratégie de Croissance et de l'Emploi. Toutefois, ces entreprises rencontrent des difficultés qui, d'une certaine manière, entravent le déploiement de leur activité.

1.3. Les obstacles au développement des entreprises camerounaises

Il est aujourd'hui largement reconnu que les entreprises camerounaises jouent un rôle important dans notre économie dans la mesure où, elles favorisent le développement des secteurs compétitifs et intensifs en main d'œuvre et contribuent à une croissance saine. Dans la plupart des cas, ces entreprises soulignent dans leur grande majorité que l'environnement économique est peu favorable au développement de leurs activités tant sur le plan administratif, financier, que juridique. A ce titre, le rapport de l'INS (2009) montre que les obstacles les plus cités par les dirigeants sont par ordre d'importance la fiscalité pour 58,8%, la corruption pour 50,6%, l'accès au crédit pour 37,6%, les formalités administratives pour 35,2%, la concurrence déloyale pour 25,8%, les infrastructures pour 18,4% et enfin le coût de financement du crédit pour 18%. Les autres obstacles qui entravent le bon déroulement des affaires concernent l'insuffisance du dialogue entre le secteur privé et les pouvoirs publics, les pénuries d'eau et d'électricité, le transport et le fonctionnement de la justice.

Dans le cas spécifique du financement, il convient de relever que l'accessibilité et le coût du financement sont des préoccupations majeures pour le développement de l'économie. Il ressort d'une enquête récente sur le climat des investissements menée auprès des dirigeants que ces facteurs représentent les principaux freins à la croissance du secteur privé et qu'ils sont plus contraignants en Afrique et plus particulièrement au Cameroun, que dans les pays développés (B.I.T., 2013). Dans cette perspective, le système financier camerounais se caractérise par un niveau d'intermédiation très faible, et doté d'une incapacité à fournir au secteur privé les ressources financières et autres prestations financières dont il a besoin. L'on remarque que les entreprises camerounaises sont d'autant plus négligées par les circuits de financement formels qu'elles sont petites, manquent de réseaux sociaux d'appui et sont dans l'impossibilité d'offrir des garanties suffisantes. Cette situation se reflète par le taux moyen de crédit accordé par les banques à hauteur de 14% pour les PME et 9,19% pour les grandes entreprises (Wanda, 2007). En plus, cet auteur souligne que moins de 0,4% de crédits à long terme sont octroyés à ces entreprises. De même, le rapport de la COBAC (2010) montre que le taux de crédits à long terme octroyés en Afrique centrale s'élevait à 2,7%.

Conjointement à la théorie du financement hiérarchique, l'étude réalisée par Feudjo et Tchankam (2012) souligne que les dirigeants financent majoritairement leurs activités à partir de leurs fonds propres qui très souvent ne sont pas suffisants. Cette limite les conduit à recourir au financement extérieur en général et à l'endettement en particulier, qui n'est pas toujours satisfaisant à cause des multiples contraintes auxquelles ces entreprises sont confrontées. En outre, le rationnement du crédit bancaire associé à la pratique des taux d'intérêts élevés orientent les dirigeants vers les sources de financement informelles, qui sont pour la plupart des cas moins contraignantes. Cependant, le financement de la croissance ou des projets d'investissements nécessite la disponibilité et la mobilisation des ressources de long terme. A côté des financements informels et du crédit bancaire qui très souvent ne répondent pas aux besoins de financement à long terme, les entreprises camerounaises ont aussi la possibilité de recourir au financement direct via le marché financier. Force est de constater

qu'elles n'apprécient pas à sa juste valeur l'utilité de cet outil de financement qui a montré ses preuves non seulement en occident, mais aussi au Moyen orient, en Afrique du Sud et au Nigéria. La justification socio-économique de l'intérêt des marchés financiers en général et des bourses de valeurs en particulier nécessite une appréciation de l'activité de la DSX.

2. La DSX : un moyen pertinent de financement du développement des entreprises au Cameroun

Dans le cas singulier du Cameroun, la DSX est régie par la loi N°99/015 du 22 Décembre 1999 portant création et organisation d'un marché financier. En complément de cette loi, des textes ont été élaborés pour une meilleure organisation de ce marché financier. Nous pouvons ainsi citer le décret n°2001/213 du 31 juillet 2001 relatif à l'organisation et au fonctionnement de la commission des marchés financiers ainsi que l'Article 81 de l'acte uniforme OHADA relatif au droit des sociétés commerciales et du groupement d'intérêt économique. Cependant, il convient de préciser à la suite de Zingales (1995) et Sentis (2005) que le marché financier influe positivement sur l'activité économique au travers de ses multiples fonctions. Il s'agit de la fonction de placement et de financement, de la fonction d'allocation des ressources, de la fonction de mutualisation et de couverture des risques, et la fonction de liquidité et de valorisation des entreprises.

Compte tenu de ces différents rôles, il s'avère important de marquer un point d'arrêt sur les réalités de la DSX, afin de s'assurer qu'elle remplit efficacement ses fonctions dans le contexte camerounais. Ensuite, nous mettrons l'accent sur les théories explicatives des introductions en bourses.

2.1. Panorama sur le paysage boursier camerounais : une métamorphose des principaux indicateurs de la DSX

Tout comme la plupart des marchés financiers africains, la DSX s'inscrit dans une logique de marché émergent. Depuis sa création, l'on remarque que l'activité de la DSX est en hausse sur la période janvier-mai 2012 par rapport à la période janvier-mai 2011 (Alamine, 2012). Cet auteur souligne que la capitalisation boursière de ce marché financier en mars 2011 était de 301,287 milliards de FCFA contre 327,123 milliards de FCFA en 2012. D'où une augmentation de 8,6% annuellement. Par ailleurs, le volume des transactions au 31 mars 2012 s'élevait à 30 692 868 444 FCFA avec une forte représentativité du compartiment obligataire (soit 95,8% du volume total des transactions). Cette attractivité et métamorphose du paysage boursier camerounais nous incite à nous intéresser aux facteurs qui déterminent l'animation de ses différents compartiments.

2.1.1 De l'attractivité du compartiment des actions à la timidité d'accès en côte des entreprises

Le marché des actions à la DSX se caractérise par la présence de trois sociétés cotées. Il s'agit de la SEMNC (cotée le 30 Juin 2006), de la SAFACAM (cotée le 09 Juillet 2008) et de la SOCAPALM (cotée le 22 Janvier 2009). L'étude effectuée par Alamine (2012) souligne que la capitalisation boursière du marché des actions de la DSX a connu une hausse considérable en 2012, notamment due à une augmentation du cours des actions de SAFACAM et de SEMC. A titre illustratif, les statistiques montrent que la valeur du titre de la SAFACAM est passée de 54 201 FCFA en décembre 2011 à 80 010 FCFA en mai 2012. Par conséquent, la capitalisation boursière est passée de 4 986,58 millions de FCFA au 31 décembre 2011 à 29 808 millions de FCFA au 31 mars 2012. En outre, l'action SEMC représente le cours le plus élevé (116 707 FCFA), avec une capitalisation de 10 424 060 000 FCFA en décembre 2011 contre 10 424 152 000 FCFA en mars 2012. Par ailleurs, l'action SOCAPALM a connu une baisse ; car, la valeur de son titre est passée de 44 789 FCFA en décembre 2011 à 44 025 FCFA en mai 2012. D'où une chute de sa capitalisation boursière qui passe de 69 090 975 000 FCFA en décembre 2011 à 67 556 000 000 FCFA au 31 Mars 2012.

Ces différentes statistiques justifient l'attractivité de la DSX. Ce marché a réalisé 82,9 milliards de capitalisation au 31 mars 2011 et 107,8 milliards au 31 mars 2012. D'où une hausse de 27,6% en glissement trimestriel et 31% en glissement annuel. Il convient aussi de relever que le nombre de titres échangés connaît un accroissement considérable sur la même période (28 751 en 2012 contre 7948 en 2011). La principale cause réside dans la fluctuation à la hausse du volume des échanges des actions SAFACAM et SOCAPALM respectivement de 179% et 276%. Sous ces conditions, l'on remarque que ces évolutions ne sauraient être sans effets sur le rendement et la liquidité des titres. En effet, l'évolution considérable de la valeur du titre de la SAFACAM a permis à ses propriétaires de réaliser un rendement de 16% (soit un cours de 54 201 FCFA en 2011 pour un dividende de 8 455 FCFA). De même, le taux de rendement de la SEMC était de 6% au 31 décembre 2011 pour un cours de 110 001 FCFA et un dividende de 6 600 FCFA par action. La dégradation de la valeur des titres de SOCAPALM a induit un taux de rendement de 4% pour un dividende unitaire de 1 769 FCFA et un cours de 44 789 FCFA. L'on remarque alors qu'il représente le titre le moins rentable sur un marché financier camerounais bien rentable.

Malgré l'immobilisme des entreprises à aller en côte, force est de constater que les sociétés cotées y trouvent une satisfaction dans le financement de leur croissance et de leur développement d'une part, et dans l'amélioration de leur performance d'autre part. Par ailleurs, il serait important d'examiner aussi l'activité du marché obligataire afin de porter un jugement sur son dynamisme.

2.1.2. Du dynamisme du compartiment des obligations

Depuis sa création, le nombre de lignes obligataires inscrites à la côte de la DSX s'estime à quatre (4). A cet effet, la capitalisation boursière de ce marché a été évaluée à 219,335 milliards de FCFA, représentatifs de trois lignes obligataires inscrites à la côte jusqu'au premier semestre de l'année 2013. Il s'agit de l'obligation SFI (à hauteur de 3,4%), de l'obligation de la BDEAC (5,4%) et de l'obligation de l'ECMR (91,2%). La capitalisation de l'obligation SFI est restée stable depuis son introduction en bourse (7 500 000 000 FCFA). De même, la capitalisation du titre BDEAC est restée fixe à 11 835 000 000 FCFA ; il n'a enregistré qu'une seule transaction renfermant 5 titres évalués unitairement à 10 100 FCFA. Par ailleurs, l'obligation de l'ECMR a connu une baisse de 3% en mai 2012.

Toutefois, il convient de relever que la liquidité de ce marché repose en grande partie sur le volume des transactions du titre ECMR. Ce volume est passé de 4 059 495 235 FCFA pour la période du 1^{er} janvier au 31 mai 2011 à 29 404 427 765 FCFA en mai 2012. Les échanges sur ces titres se chiffrent à 2 175 000 pour un volume de transaction de 21 822 417 528 FCFA ; soit 48% du nombre total des titres échangés depuis sa cotation en bourse. En outre, ce titre a connu une nouvelle transaction en décembre 2013 par une levée de fonds de près de 80 milliards de FCFA.

Tableau 1 : Evolution du nombre de titres échangés à la DSX

Valeurs Mobilières	Janvier-Mai 2011 (a)	Année 2012 (b)	Janvier-Mai 2012 (c)	Variation en glissement annuel (c)/(a)
SEMC	214	337	5	-98%
SAFACAM	517	846	813	57%
SOCAPALM	7217	9 981	27 753	285%
Total actions	7948	11 164	28 751	259%
BDEAC	5	5	0	-100%
ECMR	401 210	1 567 220	2 924 361	629%
SFI	400	700	1 030	158%
Total Obligations	401 615	1 567 925	2 925 391	628%
Total	409 563	1 579 089	2 953 962	621%

Source : Alamine (2012)

Le tableau ci-dessus indique l'évolution des transactions effectuées à la DSX. L'on remarque que la plupart des titres inscrits connaissent une évolution considérable. Il s'avère alors nécessaire de s'interroger sur la disponibilité et l'accessibilité de l'épargne camerounaise, ainsi que de son utilité dans notre contexte.

2.1.3. *Epargne oisive et financement des agents à déficit de financement*

L'analyse boursière des activités de la DSX montre qu'il existe une importante épargne oisive à la disposition des entreprises camerounaises. Ce constat se justifie par l'accroissement du volume des transactions tant sur le marché des titres de capital que sur le marché obligataire. En outre, il convient aussi de préciser qu'il existe un niveau de sursouscription observé lors de récentes transactions effectuées sur ce marché. A titre illustratif, l'emprunt obligataire récemment lancé par l'Etat camerounais en décembre 2013 qui nécessitait une demande de 50 milliards, a été réalisé par une levée de fonds de 80 milliards ; soit un taux de levé de fonds de 160%. L'on constate alors une forte mobilisation de fonds susceptible d'être orientée vers tous les agents à déficit de financement. Par conséquent, cette situation dévoile l'importance de l'épargne africaine en générale et camerounaise en particulier, disponible pour des actifs financiers de qualité.

L'intérêt croissant des épargnants africains en faveur des titres financiers locaux a été aussi accentué par l'implication non négligeable des investisseurs institutionnels locaux, représentés par les banques, les compagnies d'assurances et les fonds de pension. A titre d'exemple, les statistiques sur l'emprunt obligataire de l'Etat camerounais en 2010 ont montré que la contribution des investisseurs institutionnels avait été de 188 763 010 000 FCFA, soit une contribution de 94,38% (Alamine, 2012). Ce constat peut se justifier par les avantages que ces derniers sont susceptibles de bénéficier lorsqu'ils investissent dans leur zone monétaire. Par conséquent, le marché financier camerounais a l'opportunité de capturer une grande partie de l'épargne provenant du secteur bancaire caractérisé par une surliquidité non négligeable (Wanda, 2007 ; COBAC, 2010). L'on pourrait aller plus loin en soulignant que cette forte mobilisation de fonds montre qu'il existe un grand nombre d'investisseurs disposés à placer leur épargne à la portée des collectivités locales publiques et privées. Nkontchou (2010) justifie ce point de vue en soulignant qu'excepté les bons de trésors et l'immobilier, les investisseurs africains ont de faibles opportunités d'investissement dans notre contexte. C'est la raison pour laquelle, la bourse représente pour ces derniers, une opportunité intéressante susceptible de leur procurer des résultats fructueux. Cette capacité de la DSX à attirer l'épargne locale conduit à s'interroger sur la faible introduction en bourse observée sur ce marché attractif.

2.2. *Revue de littérature sur les introductions en bourse*

De nombreuses études empiriques visant à mettre en évidence les contours de la décision d'introduction en bourse ont fait l'objet de plusieurs développements dans la littérature financière. A cet effet, la théorie financière identifie plusieurs facteurs susceptibles d'expliquer les choix de financement des entreprises en matière d'émission d'appel public à l'épargne. Dans cette perspective, il sera question de mettre l'accent sur ces théories explicatives d'introduction en bourse. Par la suite, nous identifierons les avantages et les inconvénients qui en découlent.

2.2.1. *Les théories explicatives des introductions en bourse*

Plusieurs raisons ont été développées dans la littérature afin d'expliquer pourquoi les dirigeants décident d'introduire ou non leur entreprise en bourse. Les travaux pionniers en la matière ont souligné que les motivations d'une introduction en bourse incluent les possibilités de financement de la croissance de l'entreprise, les possibilités de diversification des sources de financement, le renforcement de la notoriété de l'entreprise, la réalisation des plus-values, la liquidité des titres ainsi que la diversification des risques (Zingales, 1995 ; Röell, 1996 ; Bradley et al., 2003).

Cependant, certains auteurs ont identifié les contraintes d'une introduction en bourse. Il s'agit des coûts directs de l'introduction en bourse, de l'exigence de la transparence vis-à-vis du marché, de la gestion minutieuse des résultats accompagnée d'une surveillance stricte du marché ainsi que du risque de perte de contrôle (Domingo et *al.*, 2011 ; Meoli et *al.*, 2012). Il convient aussi de relever à la suite de ces auteurs que, la sélection adverse joue un rôle important lors de la prise de décision d'introduction en bourse. Vue sous cet angle, l'asymétrie informationnelle affecte défavorablement d'une part la qualité des entreprises à la quête d'une nouvelle cotation et d'autre part, le prix de vente de leurs titres (Leland et Pyle, 1977). A la suite de cet auteur, Chemmanur et Fulghieri (1999) pensent que le coût de cette sélection adverse est un obstacle important à la cotation des jeunes et petites entreprises.

Sur la base des approches de différents auteurs, la théorie du cycle de vie de l'entreprise ne se concentre pas strictement sur les introductions en bourse. En effet, la littérature y afférente montre que l'existence d'une structure financière optimale conduit les entreprises à agir d'une manière prévisible afin d'obtenir une telle optimalité (Modigliani et Miller, 1963 ; Myers et Majluf, 1984). A la suite de ce raisonnement, Brau et *al.* (2006) pensent que les dirigeants pourraient envisager une introduction en bourse lorsque leur entreprise a atteint une étape de son cycle de vie dans laquelle les capitaux propres externes peuvent l'aider à obtenir une structure financière optimale.

La décision d'introduction en bourse a des conséquences importantes dans la vie de toute entreprise. A cet effet, elle découle d'un arbitrage entre les gains d'une diversification pour le dirigeant, le coût irréversible de la perte de contrôle par une offre amicale et les coûts directs de l'introduction en bourse.

Dans les développements précédents, nous avons montré dans quelles mesures les entreprises camerounaises rencontrent des difficultés dans le financement de leurs projets d'investissements. Compte tenu de l'attractivité du marché financier camerounais, il s'avère important de nous attarder sur les facteurs explicatifs de leur absence en bourse.

2.2.2. Les déterminants potentiels de la réticence à la cotation des entreprises au Cameroun.

A la lumière des théories explicatives de l'introduction en bourse, il sera question d'identifier les déterminants de l'absence des entreprises camerounaises à la DSX.

2.2.1. Attachement à la confidentialité de l'information de l'entreprise et décision de recourir à la bourse

Dans l'optique de garantir la sécurité des épargnants, les autorités boursières exigent des entreprises cotées une publication d'informations permanentes d'une part et une publication d'informations périodiques d'autre part (Yosha, 1995). Pour ce faire, l'entreprise doit communiquer en temps utile toute information susceptible d'affecter la valeur de ses titres. Yosha (1995) et Guimard (1997) pensent que l'obligation de transparence représente un coût tant sur le plan stratégique que sur le plan financier. En outre, l'obligation informationnelle nécessite une gestion transparente conforme à la réglementation en vigueur (Levasseur, 1997 ; Chemmanur et Fulghieri, 1999 ; Astudillo et *al.*, 2011).

Dans le cas singulier du Cameroun, le recensement général des entreprises effectué par l'INS (2009) montre que seulement 42,9% d'entreprises camerounaises tiennent une comptabilité écrite contre 57,1% qui n'en tiennent pas du tout. Parmi les entreprises qui tiennent une comptabilité écrite, seulement 31,1% aboutissent à une comptabilité formelle. Autrement dit, c'est uniquement ces dernières qui parviennent à élaborer une Déclaration Statistique et Fiscale (DSF). Ce constat révèle que 13% seulement d'entreprises publient des données fiables. Dans ces conditions, l'on remarque une faiblesse dans la traçabilité de l'information financière. A côté de cette défaillance dans la production de l'information, il convient de préciser avec Djongoué (2007) que, les dirigeants d'entreprises en

Afrique en général et au Cameroun en particulier, se complaisent dans une culture de confidentialité, alors qu'ils évoluent dans une économie de plus en plus ouverte et caractérisée par la mondialisation, la globalisation et le partenariat. Cette attitude ne saurait être sans effet tant sur l'accès à la côte que sur le dynamisme du marché financier camerounais.

2.2.2. Niveau de risque de perte de contrôle perçu et décision d'introduction en bourse

Les développements de la littérature financière sur les marchés financiers ont établi un lien entre l'autonomie managériale et la décision d'ouverture du capital (Stoughton et Zechner, 1998 ; Fadi, 2005). En effet, l'introduction en bourse change considérablement les caractéristiques initiales de l'entreprise, et plus précisément sa structure de propriété. Les auteurs partagent l'idée selon laquelle l'une des conséquences immédiates de l'appel public à l'épargne est la plus grande dispersion de l'actionnariat, souvent suivi par une perte de contrôle de l'entreprise, plusieurs années après la cotation en bourse (Brennan et Franks, 1997). Ces mutations ont un profond effet sur l'incitation et l'autonomie managériales du dirigeant d'entreprise et plus précisément des dirigeants propriétaires.

Cependant, l'étude réalisée par Mello et Parsons (1998) a montré que l'ouverture du capital engendre des problèmes d'agence non seulement entre le dirigeant initial et les nouveaux actionnaires, mais aussi entre les actionnaires majoritaires et les actionnaires minoritaires. Ces différentes formes de conflits d'intérêts entre les différents acteurs de l'actionnariat ont des implications sur la décision d'introduction en bourse. Certains dirigeants peuvent mal percevoir l'intrusion d'actionnaires externes et tenter en conséquence de protéger le contrôle qu'ils ont au niveau de l'entreprise pour continuer à prélever des bénéfices privés. En plus, la protection du contrôle peut être nécessaire au cas où les buts personnels du dirigeant s'avèrent alors compromis.

Remarquons que, les entreprises camerounaises ne sont pas en marge de ces réalités. L'une des caractéristiques de la quasi-totalité de ces entreprises est la non séparation entre la propriété et le contrôle. A titre illustratif, les travaux de Feudjo et Tchankam (2012) montrent que 71% des dirigeants de leur échantillon sont propriétaires ou copropriétaires de leurs entreprises. Ces travaux signalent qu'ils détiennent en moyenne 90% du capital dans 93,5% des entreprises. De même, ces auteurs pensent que la prise de décision dans ces entreprises se caractérise par une forte latitude discrétionnaire du dirigeant. Le maintien du pouvoir est au cœur des préoccupations de ces dirigeants. L'introduction en bourse est alors effrénée par une culture hostile du dirigeant liée au partage du pouvoir et à la perte de contrôle.

3. Méthodologie d'analyse et résultats

L'objectif de cette étude est de justifier et vérifier les différentes propositions de recherches avancées précédemment. A cet effet, nous avons essayé de tendre des passerelles entre une analyse qualitative et une analyse quantitative afin de montrer en quoi une combinaison de ces méthodes enrichit l'analyse des obstacles à une cotation en bourse.

La validation de ce travail se déroule en deux étapes. Nous débutons par une analyse en composantes principales pour résumer le mieux possible les informations issues des variables utilisées pour l'analyse. Il s'agit de l'attachement du dirigeant à la confidentialité de l'information comptable et financière de l'entreprise, et le niveau de risque de perte de contrôle perçu par le dirigeant. Une fois les principaux axes factoriels déterminés, nous mesurons les liens qui existent entre les différentes variables et le refus d'aller en cote des dirigeants d'entreprises de notre échantillon, en utilisant les régressions linéaires multiples.

3.1.1. Construction du questionnaire et échantillonnage

Notre population d'étude est constituée par l'ensemble des entreprises camerounaises à but lucratif du secteur privé, exception faite des établissements financiers. La méthode d'échantillonnage retenue est une méthode non probabiliste, plus précisément un échantillonnage de convenance. Ce choix se justifie par la quasi-absence d'un répertoire exhaustif des entreprises dans le contexte camerounais. L'élaboration du questionnaire a connu plusieurs étapes. Il nous a paru intéressant d'améliorer au préalable notre vision du terrain par une étude qualitative axée sur des entretiens individuels auprès de six dirigeants ciblés avec lesquels nous avons eu des entretiens semi-dirigés. Les remarques, suggestions et critiques des dirigeants ont été riches d'enseignements. Cette enquête exploratoire nous a permis d'affiner le questionnaire. Par la suite, nous avons effectué une descente sur le terrain pour une enquête auprès de notre population d'étude, à l'aide d'un questionnaire en « face à face ». Cette démarche nous a permis de collecter 97 questionnaires exploitables.

3.1.2. Purification des échelles de mesure

La validité et la fiabilité sont les deux critères les plus retenus pour évaluer la pertinence des échelles de mesure. Dans ces conditions, nous avons évalué l'unidimensionnalité de nos construits en fonction des réponses obtenues. Sur la base d'une analyse en composantes principales, les tableaux suivants présentent une synthèse des résultats obtenus à la suite des différentes étapes permettant d'épurer nos différentes échelles.

Tableau 2 : La variance totale relative à l'attachement du dirigeant à la confidentialité de l'information comptable et financière de l'entreprise

Composante	Valeurs propres initiales			Extraction Sommes des carrés des facteurs retenus			Somme des carrés des facteurs retenus pour la rotation		
	Total	% de la variance	% cumulés	Total	% de la variance	% cumulés	Total	% de la variance	% cumulés
1	5,259	43,829	43,829	5,259	43,829	43,829	3,516	29,304	29,304
2	1,772	14,763	58,591	1,772	14,763	58,591	2,633	21,944	51,248
3	1,227	10,227	68,819	1,227	10,227	68,819	1,925	16,041	67,290
4	1,101	9,171	77,990	1,101	9,171	77,990	1,284	10,700	77,990
5	,579	4,824	82,814						
6	,502	4,183	86,997						
7	,391	3,259	90,256						
8	,356	2,971	93,226						
9	,261	2,173	95,400						
10	,230	1,921	97,321						
11	,179	1,488	98,809						
12	,143	1,191	100,000						

Méthode d'extraction : Analyse en composantes principales.

Il ressort de ce tableau les observations suivantes :

- La première dimension extraite permet d'expliquer 43,829% de la variance du phénomène. La deuxième dimension explique 14,763%. La troisième dimension explique 10,227%. La quatrième dimension quant à elle, explique 9,171% du phénomène ;
- La variance cumulée estimée à 77,990%, permet d'évaluer si la réduction de 12 variables à 4 composantes permet de conserver l'essentiel du phénomène mesuré par les 12 variables de départ ;

- L'indice de KMO est également de 0,789 ; ce qui veut dire que l'ensemble des items est moyennement cohérent. Notre test de Bartlett évalué à 652,142 est significatif. Dans ces conditions, notre modèle factoriel est approprié ;
- L'homogénéité de cette échelle peut être considérée comme satisfaisante, car notre alpha est de 0,872. A cet effet, notre échelle est fiable.

Par ailleurs, les principaux axes factoriels susceptibles d'expliquer le niveau de risque de perte de contrôle perçu par les dirigeants (tableau 3), nous permet d'identifier les observations suivantes :

- La première dimension extraite permet d'expliquer 54,548% de la variance du phénomène. La deuxième dimension explique 11,004%. La troisième dimension explique 10,361% ;
- La variance cumulée estimée à 75,914%, permet d'évaluer si la réduction de 11 variables à 3 composantes permet de conserver l'essentiel du phénomène mesuré par les 11 variables de départ ;
- L'indice de KMO est également de 0,803 ; ce qui veut dire que l'ensemble des items est moyennement cohérent. Notre test de Bartlett évalué à 720,522 est significatif. Dans ces conditions, notre modèle factoriel est approprié ;
- L'homogénéité de cette échelle peut être considérée comme satisfaisante, car notre alpha est de 0,911. A cet effet, notre échelle est fiable.

Tableau 3 : La variance totale relative au niveau de risque de perte de contrôle perçu par le dirigeant

Composante	Valeurs propres initiales			Extraction Sommes des carrés des facteurs retenus			Somme des carrés des facteurs retenus pour la rotation		
	Total	% de la variance	% cumulés	Total	% de la variance	% cumulés	Total	% de la variance	% cumulés
1	6,000	54,548	54,548	6,000	54,548	54,548	3,872	35,201	35,201
2	1,210	11,004	65,552	1,210	11,004	65,552	2,343	21,301	56,501
3	1,140	10,361	75,914	1,140	10,361	75,914	2,135	19,412	75,914
4	,655	5,958	81,871						
5	,490	4,456	86,327						
6	,460	4,186	90,514						
7	,326	2,963	93,477						
8	,216	1,959	95,436						
9	,209	1,902	97,338						
10	,164	1,489	98,827						
11	,129	1,173	100,000						

Méthode d'extraction : Analyse en composantes principales.

3.1.3. Résultats et discussions

3.1.3.1. L'influence de l'attachement du dirigeant à la confidentialité de l'information comptable et financière sur l'accès de son entreprise en cote

Pour établir le lien significatif entre l'attachement du dirigeant à la confidentialité de l'information et son absence en bourse, nous nous sommes basés sur l'analyse de régression multiple. Le test de régression, dont les caractéristiques sont reprises dans le tableau 4, indique pour la population de référence une bonne corrélation entre l'attachement des dirigeants d'entreprise à la confidentialité de l'information comptable et financière et l'absence de leurs entreprises en cote. L'intensité de cette relation se traduit par un coefficient de corrélation R dont la valeur est 54,8 %. Il en résulte que le R² est égal à 0,300 ; ce qui signifie que 30% de la variance de l'absence des entreprises en bourse est expliquée par le modèle. Le test F de Fisher de significativité globale du modèle est de 8,776. A cet effet, le modèle est significatif au seuil de 5%.

Tableau 4 : Récapitulatif du modèle

Eléments	Ddl	Σ des carrés	F	Sig. F	Analyse du modèle			
					variables	« t »	Sig.	Bêta
Régression	4	14,872	8,776	0,000	MEFIDIRI	-2,409	0,018	-0,231
Résidus	92	69,458			RESMODESD	2,587	0,011	0,239
Total	96	84,330			SENSIQUAL	-2,661	0,009	-0,246
					FREQPUB	4,563	0,000	0,423
R ² : 0,300		R Multiple : 0,548						

L'équation générale de notre modèle de régression est la suivante :

$$Y_i = (b_0 + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4X_4) + \varepsilon_i$$

Ainsi, ce modèle peut être représenté de la manière suivante :

$$\text{Absence en cote}_{\text{prédit}} = 2,299 - 0,217\text{MEFIDIRI} + 0,193\text{RESMODESD} - 0,183\text{SENSIQUAL} + 0,309\text{FREQPUB} + 0,651$$

Ces résultats nous montrent que l'absence en cote des entreprises est une fonction négative de la méfiance du dirigeant à l'égard d'une publication connue par les personnes externes à l'entreprise, une fonction positive de sa réserve lors de la divulgation de l'information, une fonction négative de sa sensibilité faible à la qualité de l'information publiée, une fonction positive de la fréquence de publication des informations. On peut donc en déduire que, plus le dirigeant est méfiant à l'égard d'une publication, moins il introduira son entreprise en bourse. En outre, moins la fréquence de publication des informations par le dirigeant sera élevée, moins il introduira son entreprise en bourse.

Ces résultats renforcent le bien-fondé de l'idée avancée par Guimard (1997), et Brau et *al.* (2006). En effet, les études réalisées par ces auteurs tant dans le contexte français et américain soulignent que la perte de confidentialité des informations de l'entreprise a un impact non négligeable sur la décision d'aller en bourse prise par le dirigeant. Par ailleurs bien qu'étant favorable à la présentation des comptes certifiés par un commissaire aux comptes agréé de l'ordre national des experts comptables, l'observation des faits se prête à un lissage des comptes en commun accord avec ces experts en compte et audit. Dans ces conditions, les faits observés dans notre contexte dévoilent l'élaboration de trois catégories d'états financiers par le dirigeant et ses proches ; un bilan pour les actionnaires, un bilan pour les bailleurs de fonds et un bilan pour l'administration fiscale. La qualité des informations publiées, fortement influencée par le manque d'un personnel qualifié ne saurait être sans incidence sur l'accès en cote. Car, le marché financier exige une transparence et lisibilité des informations financières conformes aux normes définies par OHADA. En outre, il ne faudrait pas perdre de vue le fait qu'une publication transparente expose les dirigeants aux actions déployées par les personnes

externes à l'entreprise, ayant des intérêts contradictoires avec ceux de l'entreprise. A titre illustratif, l'information publiée sur le marché financier peut être utilisée par un concurrent pour nuire à l'entreprise. En revanche, les travaux de Yosha (1995) indiquent que la perte de confidentialité représente un coût stratégique très élevé que supportera un dirigeant, dans une situation d'investissement en recherche et développement par exemple. De plus, une telle révélation pourrait réduire l'avantage concurrentiel de l'entreprise. Quoi qu'il en soit, que ce soit les concurrents, les clients, les fournisseurs, les groupes de pressions, l'Etat, le dirigeant qui se livre à un exercice de transparence serait vulnérable dans son environnement tant interne qu'externe.

3.1.3.2. L'incidence du niveau de risque de perte de contrôle perçu par le dirigeant sur l'accès de son entreprise en cote

Les résultats de la relation entre le niveau de risque de perte de contrôle perçu par le dirigeant et l'accès de son entreprise en cote sont décrits dans le tableau 5.

Tableau 5 : Récapitulatif du modèle

Eléments	Ddl	Σ des carrés	F	Sig. F	Analyse du modèle			
					variables	« t »	Sig.	Bêta
Régression	3	23,538	14,796	0,000	PERPOUDEC	-1,401	0,165*	-0,122
Résidus	93	60,792			MULTICONF	-5,934	0,000	-0,514
Total	96	84,330			PERTPROP	-2,534	0,013	-0,220
R ² : 0,333					R Multiple : 0,577			

* Non significatif au seuil fixé à 5%.

Ces résultats nous montrent que, le coefficient de détermination encore appelé « R square » (R²) du modèle de régression linéaire donne une valeur de 0,333. A cet effet, il indique que 33,3% de la variance de l'intention boursière du dirigeant est attribuable aux trois dimensions de son niveau de risque de perte de contrôle perçu. Ce résultat est confirmé par le test de robustesse du modèle dans la mesure où, la valeur du F est égale à 14,796 et est significative au seuil de 0,000 pour 3 degrés de liberté.

L'équation générale de notre modèle de régression est la suivante :

$$Y_i = (b_0 + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3) + \epsilon_i$$

Ainsi, ce modèle peut être représenté de la manière suivante :

Absence en cote $_{\text{prédit}} = 2,299 - 0,108\text{PERPOUDEC} - 0,465 \text{MULTICONF} - 0,196\text{PERTPROP} + 0,728$

Une vue d'ensemble de ces résultats montre que, le coefficient de régression du niveau de risque perçu de perte du pouvoir décisionnel n'est pas significatif au seuil de 5%. En outre, le niveau de risque perçu lié à la multiplicité des conflits influence le plus et significativement l'absence en cote des entreprises. De plus, le niveau de risque perçu de perte de propriété de l'entreprise n'est pas en marge de cette réalité. Compte tenu du sens de l'estimation des différentes valeurs du coefficient Bêta, nous pouvons conclure que le niveau de risque de perte de contrôle perçu par le dirigeant est une fonction linéaire négative de la décision d'introduction de son entreprise en bourse. Autrement dit, plus le niveau de risque de perte de contrôle perçu par le dirigeant est élevé, moins il décidera de faire coter son entreprise en bourse.

Nous avons pu démontrer par le test de régression linéaire multiple, que l'aversion au risque de perte de contrôle de l'entreprise influence négativement la décision de cotation en bourse. En revanche, le goût du risque caractérisé par un niveau de perception assez faible est positivement lié à cette décision de cotation. Ces conclusions vont dans le même sens que celles de Zingales (1995) et

Roëll (1996) qui confirment l'hypothèse selon laquelle le risque de perte de contrôle de l'entreprise est négativement relié à la décision d'introduction en bourse. Dans cette perspective, les facteurs de réticence rattachés au niveau du risque perçu par les dirigeants dans le contexte camerounais sont : la multiplicité des conflits liés à l'ouverture du capital, l'inclusion des actionnaires non nationaux et concurrents dans la base actionnariale, la perte de l'autonomie décisionnelle, la vulnérabilité aux prises de contrôle fréquentes sur les marchés financiers, la sous performance entraînant un changement de l'équipe dirigeante, la conservation et la transmission de la propriété de l'entreprise.

CONCLUSION

Cette étude a consisté à évaluer la portée du marché financier dans la dynamisation de l'économie camerounaise à travers la panoplie des services financiers qu'elle offre aux entreprises. En effet, l'observation du dénouement des transactions sur le marché financier camerounais a montré un désintéressement de cet outil de financement par les entreprises. Pourtant, les différentes institutions gouvernementales impliquées dans la création de cette bourse étaient persuadées que cette infrastructure financière faciliterait la rencontre entre les agents à excédents et ceux à déficits de financement. Cette fonction assez bien remplie par la DSX auprès des collectivités privées et publiques qui ont franchi le pas, a montré qu'il existe une importante épargne oisive sous-estimée par les agents à déficit de financement.

Le paradoxe d'une carence de financement des entreprises camerounaises associé à une sous-utilisation d'une épargne oisive, nous a conduit à nous intéresser aux facteurs explicatifs de l'absence des entreprises à la DSX. Dans cette perspective, une réflexion théorique à travers la littérature financière nous a permis de constater que la décision d'introduction en bourse prise par un dirigeant est tributaire d'un arbitrage entre les différents avantages et contraintes qui y sont rattachées. En plus, il est important de relever que les modes de financement des entreprises camerounaises sont encore fortement marqués par la culture locale, dont il convient de rappeler quelques traits caractéristiques. D'une part, les dirigeants d'entreprises camerounaises ont privilégié le recours aux sources de financement informelles et à l'endettement via des réseaux, parfois identitaire, par rapport à une émission d'actions. Une justification d'une telle attitude s'explique par une volonté de discrétion des dirigeants. En conséquence, ils préfèrent conserver un lien privilégié avec une banque de proximité ou avec un réseau professionnel ou identitaire au détriment des marchés financiers caractérisés par une exigence de transparence. D'autre part, les dirigeants d'entreprises camerounaises développent des barrières psychologiques émanant de leur degré d'aversion pour le risque. Vu sous cet angle, les dirigeants d'entreprises ont encore une image mitigée de la DSX.

Bibliographie

Alamine O. M. 2012, Marchés financiers africains, *Revue des marchés financiers*, 1, 1-20.

Astudillo A., Braun M. et Castaneda P. 2011, The going public decision and the structure of equity markets, *Journal of International Money and Finance*, 30, 1451-1470.

B.A.D. 2006, Rapport sur la compétitivité en Afrique, *La Finance au service de l'Afrique*, <http://www.afdb@afdb.org>.

B.I.T. 2013, Rapport analytique de l'enquête 2012 auprès des entreprises du Cameroun, <http://www.ilo.org/publns>.

Bradley D.J., Jordan B.D. et Ritter J.R. 2003, The quiet period goes out with a bang, *Journal of Finance*, 58 (1), 1-36.

Brennan M.J. et Franks J. 1997, Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity in the U.K., *Journal of Financial Economics*, 45, 391-413.

Brau J., Ryan P. et Degraw I. 2006, Initial Public Offerings : CFO perceptions, *The Financial Review*, 41, 483-511.

Chemmanur T. et Fulghieri P. 1999, A theory of the going-public decision, *The Review of Financial Studies*, 12 (2), 249-279.

CNUCED 2007, Le développement économique en Afrique : Retrouver une marge, la mobilisation des ressources intérieures et l'Etat développementiste, New-York et Genève : Nations Unies.

Djongoué G. 2007, Fiabilité de l'information comptable et gouvernance d'entreprise : une analyse de l'audit légal dans les entreprises camerounaises, Colloque international, 03 novembre 2007, France, Université Catholique de Lille.

Domingo G.P.L., Durendez A. et Marino T. 2011, A strategic decision for growth, financing and survival of small and medium family businesses : Going public in an Alternative Stock Market (MAB), *Economics and Finance Review*, 1 (8), 31-42.

Fadil N. 2005, Introduction en bourse, conduite stratégique et performance des moyennes entreprises françaises : une étude empirique, *Revue internationale PME*, 18 (3-4), 125-148.

Feudjo J.R. et Tchankam J.P. 2012, Les déterminants de la structure financière : comment expliquer le paradoxe de l'insolvabilité et de l'endettement des PMI au Cameroun ?, *Revue Internationale P.M.E.*, 25 (2), 99-128.

Guimard A. 1997, Communication financière, in Joffre, P. & Simon, Y. (dir.) *Encyclopédie de gestion*, Paris, Tome I, IIème Edition, 342-352.

Hautcoeur P.C. 2008, Marchés financiers et développement économique : une approche historique, *Regards croisés sur l'économie*, 1 (3), 159-172.

Jacquet P. et Pollin J-P. 2012, Systèmes financiers et croissance, *Revue d'Economie Financière*, 106, 77-108.

Kasereka M. 2009, Financement non bancaire des investissements des PME : une étude empirique sur des données camerounaises et congolaises (RDC) du secteur industriel, *Revue Camerounaise du Management*, 18, 55-72.

Leland H.E. et Pyle D.H. 1977, Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation, *Journal of Finance*, 32, 371-387.

Levasseur M. 1997, Information comptable et marchés financiers, in Joffre, P. & Simon, Y. (dir.) *Encyclopédie des marchés financiers*, Paris, *Economica*, Tome I, 2ème Edition, , 634-653.

Mello A. et Parsons J. 1998, Going public and the ownership structure of the firm, *Journal of Financial Economics*, 49, 79-109.

Meoli M., Migliorati K., Palear S. et Vismara S. 2012, The Cost of Going Public: A European Perspective, ***International Journal of Economics and Management Engineering***, 2 (2), 1-10.

Modigliani F. et Miller M. 1963, Corporate income taxes and the cost of capital: A correction, *American Economic Review*, 53 (3), 433-443.

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

Nkontchou C. 2010, La récente montée en puissance des marchés financiers africains, *La Revue de Proparco*, 5, 3-5.

Rapport de l'INS, 2009.

Rapport de la COBAC, 2010.

Röell A. 1996, The decision to go public: an overview, *European Economic Review*, 40, 1071-1081.

Sentis P. 2005, Introduction en bourse : Quelles stratégies pour l'entreprise candidate ?, *Revue Française de Gestion*, 31 (158), 225-244.

Standley S. 2010, Quels sont les déterminants du développement des marchés financiers d'Afrique subsaharienne ?, *La Revue de Proparco*, 5, 17-20.

Stoughton N. M. et Zechner J. 1998, IPO-mechanisms, monitoring and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 49, 45-77.

Wanda R. 2007, Risques, comportement bancaire et déterminants de la surliquidité, *Revue des Sciences de Gestion, Direction et Gestion des entreprises*, 228, 93-102.

Yosha O. 1995, Information disclosure costs and the choice of financing source, *Journal of Financial Intermediation*, 4, 3-20.

Zingales L. 1995, Insider ownership and the decision to go public, *Review of economics studies*, 62, 425-448.