

LA RETICENCE A LA COTATION BOURSIERE : EXPLICATIONS THEORIQUES ET LECTURE DES ENSEIGNEMENTS TIRES DES REALITES BOURSIERES CAMEROUNAISES

Léa Larissa MONDA et François-Xavier Mayeglé

Léa Larissa MONDA

Assistante en sciences de Gestion/Finance à l'Université de Maroua - Cameroun

Tél : 656 32 96 83

Adresse : mlealarissa@gmail.com

François-Xavier Mayeglé

Maitre de Conférences en sciences de Gestion de l'Université de Ngaoundéré - Cameroun

Tél : 699 86 93 55

Adresse : mayeg1312fx@yahoo.fr

Résumé

L'objet de cet article est d'expliquer la réticence des entreprises à la cotation boursière. La question centrale qui s'en suit est celle de savoir pourquoi les entreprises sont réticentes à la cotation boursière. A cet effet, nous avons mené une étude exploratoire auprès de huit (06) entreprises cotées et non cotées au Cameroun. Il ressort que la réticence des entreprises à la cotation boursière est à la fois volontaire et involontaire. Les facteurs explicatifs sont nombreux : la fiscalité perçue, la communication financière, la culture financière, le risque d'expropriation, la dépendance de la société mère, les manquements de la bourse, la contribution organisationnelle de l'Etat, l'environnement juridique, politique et culturel. L'originalité de cette étude est l'introduction dans le langage boursier de deux nouveaux concepts : la réticence volontaire et la réticence involontaire.

MOTS CLÉS.

Réticence volontaire - Réticence involontaire - Introduction en bourse - Douala Stock Exchange - Culture.

INTRODUCTION

Le marché financier camerounais fait ses dernières valises avec un bilan peu satisfaisant. En effet, la Conférence des Chefs d'Etat de la CEMAC¹, qui est tenue le 31 novembre 2017 au

¹ Communauté Economique et Monétaire de l'Afrique Centrale

Tchad, a mis fin à la coexistence des deux bourses de valeurs mobilières de la sous-région, au profit de la mise en place d'un marché unique. La Douala Stock Exchange avait été créée en 1999 par la loi N°99/015 du 22 décembre 1999 portant création et organisation d'un marché financier. La Société des Eaux Minérales du Cameroun fut la première entreprise cotée, après une offre de vente des parts de l'Etat en 2006. Ont suivi la cotation boursière de la Société Africaine Forestière et Agricole du Cameroun en 2008 par le même procédé, et la Société Camerounaise des Palmeraies en 2009, suite une augmentation de capital.

A sa fermeture, seules ces trois (03) entreprises étaient cotées sur le compartiment actions. Situation alarmante, lorsque l'on sait que la quasi-totalité des entreprises camerounaises est surendettée (Institut National de la Statistique, 2018) et gagnerait à améliorer le pouvoir de négociation avec les banques via le marché (Steffen et Zanini, 2014 ; Klein *et al.*, 2002 ; Pagano *et al.*, 1998).

Tchapga et Feudjo (2016) se sont effectivement intéressés à ce phénomène. Dans leur étude prospective au Cameroun, ils ont ressorti deux facteurs explicatifs de la réticence des entreprises à la cotation boursière : l'attachement à la confidentialité de l'information de l'entreprise et le niveau de risque de perte de contrôle perçu. Ces résultats corroborent tous les travaux antérieurs à l'instar de Steffen et Zanini (2014) au Brésil, Brau et Fawcett (2006) aux Etats-Unis. Toutefois, ces travaux ne rendent pas suffisamment compte des caractéristiques environnementales des pays d'étude pourtant nécessaires dans les études en Afrique.

En effet, Williamson (1985) propose que le contexte social dans lequel les transactions sont encadrées, les coutumes et les habitudes aient leur place et soient pris en compte lorsqu'on quitte d'une culture à une autre. Kamdem (2002) soutient également que la situation réelle des pays en développement ne soit pas abordée en se limitant aux indicateurs économiques, mais devrait intégrer les dimensions humaine et sociale. Oghojofor *et al.* (2012) préconisent que soient considérées la personnalité du dirigeant et la nature de la propriété. A cela, Causse et Mandzila (2018) ajoutent la région et l'ethnie du dirigeant africain.

Fort de cela, l'objet de cet article est de comprendre la réticence à la cotation boursière des entreprises camerounaises, à la lumière de leurs réalités culturelles. En vue de satisfaire à cette fin, nous avons entrepris de réaliser notre étude dans une perspective interprétativiste. Celle-ci donne l'avantage de ressortir le sens que les personnes attribuent aux différentes situations. Plus spécifiquement, l'étude de cas permet d'éclairer les aspects peu ou mal abordés par les théories existantes. Elle est également idéale pour comprendre les problématiques des pays en

développement (Bradshaw et Wallace, 1991). Elle portera sur deux (02) entreprises cotées, à savoir la SEMC et la SAFACAM, et six (06) non cotées.

Le présent article est subdivisé en trois (03) sections. D'un point de vue théorique et pratiques, les bases de la réticence à l'introduction en bourse sont d'abord posées (1). Ensuite, les données et méthodes de l'étude sont mises en évidence (2). Les résultats des explications de la réticence à la cotation boursière sont discutés (3).

I. LES FONDEMENTS DE LA RETICENCE A LA COTATION BOURSIERE

Selon la théorie financière classique, il existe un moment de la vie de l'entreprise auquel celle-ci devrait s'introduire en bourse. Cette opération consiste en l'ouverture du capital au public par l'intermédiaire du marché financier. Il s'agit d'une opportunité pour les entreprises en phase de croissance en quête de financement, de diversification, de liquidité ou tout simplement de notoriété. Cependant, l'on peut constater sur tous les marchés que la tendance est à la non cotation. D'où l'introduction dans le langage boursier du concept de réticence à la cotation boursière par quelques travaux, tels que ceux de Steffen et Zanini (2014) ainsi que Brau et Fawcett (2006). Celui-ci traduit une attitude prudentielle des dirigeants à la cotation boursière de leur entreprise. Les fondements de la réticence à la cotation boursière sont doubles : théoriques et empiriques.

1. LES FONDEMENTS THEORIQUES

Quatre théories fournissent des explications à la réticence à la cotation boursière. Comme indiqué dans le tableau suivant, les théories financières sont complétées par des théories sociologiques :

Tableau N°1 : Explications théoriques de la réticence à l'introduction en bourse

Théories	Prédictions empiriques
Coûts des transactions (Williamson, 1975 ; 1998)	Les entreprises dénuées d'actifs tangibles et/ou non risqués ne s'introduisent pas en bourse
Compromis (Pagano et al., 1998)	Le risque de perte de contrôle et la perte de confidentialité expliquent la réticence à la cotation des entreprises dirigées par les propriétaires-dirigeants
Contingence structurelle (Burns et Stalker, 1961)	Les petites et les jeunes entreprises s'introduisent moins en bourse. La culture du secret, la culture boursière du dirigeant et la culture comptable expliquent la réticence à la cotation boursière

	Le sous-développement du marché des capitaux, le risque-pays, l'instabilité politique, la répression financière, l'inflation, la faible protection des investisseurs, la pression fiscale élevée et la culture sont autant de facteurs qui favorisent la réticence à la cotation boursière
Approche des marchés multiples (Zelizer, 1992)	La réticence à la cotation boursière s'explique par des facteurs économiques, socio-structurels et culturels

Source : Nous-mêmes

Les apports de la théorie des coûts de transaction résident dans la notion de spécificité des actifs. Selon Williamson (1988), la spécificité des investissements innovants fait de la cotation boursière le contrat optimal pour les entreprises innovantes. Il est plus adéquat de recourir à la dette pour financer les actifs peu spécifiques car la perte d'un tel investissement pourra être comblée par sa faible spécificité. Cependant, lorsqu'il s'agit d'un actif fortement spécifique, le recours aux fonds propres limitera la prime de risque exigée par les créanciers. Ainsi, la théorie justifie la forte cotation boursière des entreprises de technologie, mais conforte le choix de non cotation des autres entreprises.

Dans la même lancée, la théorie du compromis de Pagano et *al.* (1998) modélise la décision de cotation boursière comme un arbitrage entre les coûts qu'elle engendre et les bénéfices qu'elle procure à l'entreprise cotée. Cette dernière bénéficie des opportunités financières et commerciales au prix de coûts en termes de coûts directs, de sélection adverse et de perte de confidentialité. Si ces bénéfices valent les coûts supportés, l'entreprise se cotera en bourse. Dans le cas contraire, l'entreprise sera réticente.

Ces deux (02) théories ont le mérite de mettre en exergue les coûts de la cotation boursière. Toutefois, elles négligent d'autres facteurs déterminants, que sont la socio-structure et la culture du dirigeant, qui apparaissent dans des théories de la sociologie économique telles que l'approche des marchés multiples de Zelizer (1992) et la théorie de la contingence structurelle. En effet, Zelizer (1992) soutient l'impact de l'interdépendance entre la sphère économique et les facteurs socio-structurels et culturels dans la compréhension du marché en général, et du marché financier en particulier. La réticence à la cotation boursière résulterait donc des facteurs économiques, socio-structurels et culturels.

Enfin, la théorie de la contingence structurelle insiste sur les contraintes imposées par les caractéristiques internes et externes de l'entreprise, telles que la taille de l'entreprise, les

caractéristiques individuelles des dirigeants, la législation en vigueur et la stabilité politique. Dans ce sens, Defays et Saint-Pierre (2012) soulignent que le profil du propriétaire-dirigeant sa culture et son vécu sont très déterminantes dans ses décisions financières. Il aura donc tendance à refuser l'endettement à long terme s'il veut maintenir le contrôle, à préférer les investissements matériels s'il souhaite transmettre son entreprise à une génération future, ou à faire appel à des capitaux extérieurs pour saisir toute opportunité de croissance. Plus spécifiquement, la prise de décision financière est d'autant plus affectée négativement que la plupart des dirigeants africains éprouvent une difficulté (interdiction) de faire des projections à long terme (Causse et Mandzila, 2018).

En définitive, les théories financières ne sont à elles seules capables d'expliquer le phénomène étudié. Telles sont, à notre avis, les théories explicatives de la réticence à la cotation boursière des entreprises.

2. LES FONDEMENTS EMPIRIQUES

L'ouverture du capital et la communication financière constituent les deux grandes exigences de la cotation boursière. La décision N°02/2002 du 03 décembre 2002 portant règlement général de la Commission des Marchés Financiers prévoit que l'entreprise cotée ouvre au moins 15% de son capital et publie régulièrement ses informations financières. Bien qu'il revienne au dirigeant de définir le degré d'ouverture du capital, les actionnaires doivent avoir la certitude de vouloir partager la propriété et les informations financières de leur entreprise, et d'en assumer les conséquences.

Au Brésil, l'étude de Steffen et Zanini (2014) révèle que la principale raison de la réticence à la cotation boursière est la volonté de préserver le contrôle et la propriété des entreprises. Ces conclusions avaient précédemment été tirées par Brau et Fawcett (2006) aux Etats-Unis puis récemment par Tchapgá et Feudjo (2016) au Cameroun. Dans ce dernier cas, 93,5% d'entreprises appartiennent à des propriétaires-dirigeants. Ceux-ci ont une forte latitude discrétionnaire et sont très soucieux d'être seuls maîtres à bord (Feudjo et Tchankam, 2012). En effet, les entreprises africaines ont une organisation de type hiérarchique et paternaliste (Causse et Mandzila, 2018). Lorsque l'ouverture du capital n'est pas évitable, les dirigeants-propriétaires ont tendance à ce qui le pousse à mettre en place des mécanismes défensifs, en vue de préserver son contrôle (Fattoum et Delmar, 2012).

Tchapga et Feudjo (2016) concluent également que l'attachement à la confidentialité de l'information financière constitue une raison de la réticence à la cotation boursière. Aux Etats-Unis, 63,5% des dirigeants financiers américains accordent une très grande importance à la confidentialité de leurs informations financières (Brau et Fawcett, 2006). Cette piste de réflexion est premièrement proposée par Pagano et *al.* (1998). A ce moment, les auteurs suggèrent que les entreprises refusent d'aller en bourse de peur d'être sous les projecteurs des autorités fiscales et légales.

Plus tard, Mayeglé et *al.* (2016) décrivent le faible potentiel informationnel des états financiers et la pratique de comptabilité multiple. A leur suite, Souleymanou et Hikkerova (2018) trouvent que les faiblesses du cadre juridique, le degré d'ouverture du capital et la culture comptable de l'entreprise sont les déterminants des défaillances de communication financière observés en Afrique en général et au Cameroun en particulier. Dans ce dernier cas, il faut noter que la culture comptable anglo-saxonne est plus adaptée à la notion de marché financier car les informations financières sont destinées à la prise de décision des investisseurs. Par contre, dans la culture comptable continentale, les informations financières sont destinées à l'établissement de l'assiette fiscale.

Ces résultats corroborent les travaux antérieurs à l'instar de ceux de Bonache et *al.* (2015), qui ont démontré que la masculinité et la distance hiérarchique sont des dimensions culturelles qui affectent négativement la production des informations financières. Pour cas spécifique du Cameroun, les entrepreneurs considèrent que rendre les choses claires leur ôtent le pouvoir et le prestige (Kamdem, 2002). La faible communication financière a donc des origines culturelles.

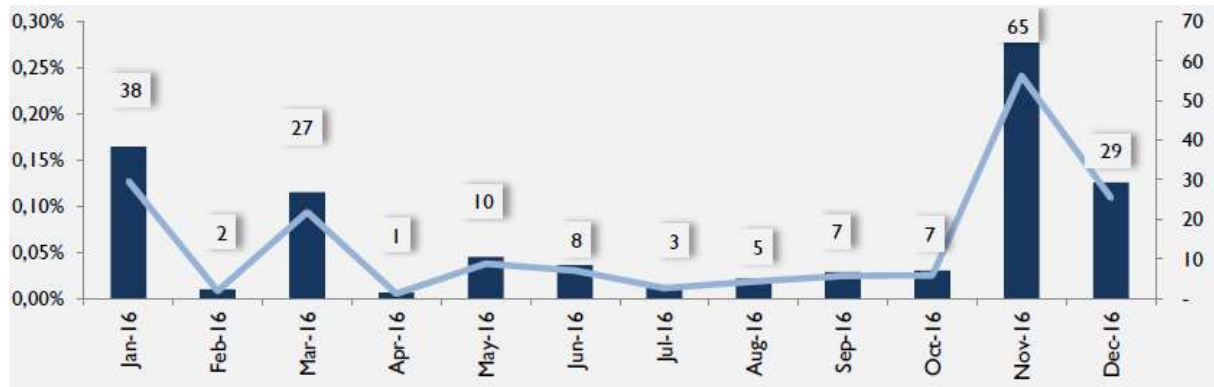
II. METHODOLOGIE DE L'ETUDE


Nous avons choisi mener une étude qualitative. En effet, l'interprétativisme permet au chercheur de comprendre le sujet étudié et de ressortir le sens qu'il attribue aux différentes situations. Plus spécifiquement, l'étude de cas permet d'étudier des phénomènes pour lesquels les théories existantes sont souvent mal adaptées. Les théories occidentales traditionnelles se sont révélées moins efficaces pour expliquer certains phénomènes tels que le développement ou le retard économique et social de ces sociétés (Bradshaw et Wallace, 1991). Dans cette deuxième section, nous décrivons la méthodologie adoptée.


1. JUSTIFICATION DES CAS

La Douala Stock Exchange est l'entreprise de marché chargée de fixer les règles qui régissent l'accès au marché, l'admission à la cote, l'organisation des transactions et des marchés. Elle s'occupe trois fois par semaine des séances de marché qui portent sur les actions et obligations locales. En 2016, les transactions enregistrées ont permis d'établir le diagramme suivant :

Figure N°1 : Evolution des échanges sur le marché des actions en 2016



Légende :  Transactions en valeur (en millions de francs CFA)

 Ratio de liquidité

Source : FINANCIA (2017, p. 14)

Le montant total des transactions s'élève à FCFA 204 millions FCFA en 2016, contre 52 millions FCFA en 2015, soit une baisse de 42%. Cette baisse est également traduite par une chute du volume de titres échangés (qui passe de 12 898 titres en 2015 à 7 079 titres en 2016). En 2016, SOCAPALM, avec 57% des volumes échangés, demeure le titre le plus échangé sur le compartiment actions avec un taux de cotation de 50,7%. Après avoir été le titre le moins échangé en 2015, SEMC a concentré 29% des volumes échangés en 2016 contre 8% en 2015. Le titre suscite de nouveau un intérêt croissant sur le marché. SAFACAM à contrario avec 14% des titres échangés (26% en 2015 et 60% en 2014), est désormais la valeur la moins échangée de la cote, et de ce fait la moins liquide.

Nous avons choisi de mener notre étude sur les entreprises cotées et non cotées situées sur le territoire camerounais. Pour les premières, nous avons effectué des appels téléphoniques et nous sommes ensuite rendus dans les différents sièges sociaux à Douala. Nous avons eu des entretiens avec les responsables la SEMC et de SAFACAM, le Directeur financier de la SOCAPALM étant indisponible. Le tableau suivant en donne les principales caractéristiques :

Tableau N°2 : Caractéristiques générales des entreprises cotées enquêtées

	SEMC	SAFACAM
Capital social	1 924 730 000 FCFA	6 210 000 000FCFA
Domaine d'activité	Agroalimentaire	Agroalimentaire
Actionnariat	SABC : 56.84% ; SNI : 17.48% ; AUTRES : 0.03% ; PUBLIC : 20%	GROUPE BOLLORE: 68.84% ; SNI: 11.16% ; PUBLIC : 20%
Année de création	1948	1962
Année de cotation	2006	2008
Siège soc.	Douala	Douala

Source : Nous-mêmes

Les cotations boursières de la SEMC et la SAFACAM sont le fruit de la cession des parts de la Société Nationale d'Investissement. Elles ont été initiées dans l'objectif d'expérimenter une offre publique de vente sur la bourse de valeurs locale et de dynamiser le marché nouvellement créé.

Par ailleurs, nous avons tenté d'identifier les entreprises camerounaises éligibles du secteur privé. Grâce au répertoire des entreprises de la Chambre de Commerce et à la liste des entreprises de la Direction Générale des Impôts, nous en avons recensé 36, tous domaines confondus. Ont été exclues les entreprises à capitaux étrangers, publics, parapublics et les entreprises déjà cotées sur un marché financier étranger, dont la politique financière dépend d'une autre entité. Les entreprises ont été retenues sur la base d'un échantillonnage par choix raisonné. A cet effet, elles ont été classées par domaines d'activité. Il s'agissait principalement de : l'agroalimentaire, la finance, l'assurance et les produits pétroliers.

Les autres critères de choix sont : le capital, le statut juridique, la nature de la propriété, l'indépendance et l'appartenance ethnique du dirigeant. En effet, la décision N°02/2002 du 03 décembre 2002 portant règlement général de la Commission des Marchés Financiers prévoit que l'entreprise candidate à la cotation soit une société anonyme au capital minimum de 200 millions FCFA. Un accent a été mis sur la composition de l'actionnariat selon Souleymanou et Hikkerova (2018). Les cas de figure suivants ont été répertoriés : actionnariat camerounais concentré, actionnariat camerounais dispersé, actionnariat majoritairement camerounais, actionnariat minoritairement camerounais, entreprise privatisée et entreprise anciennement étrangère, soit six (06) cas à étudier. Enfin, nous avons pris en compte l'appartenance ethnique

du dirigeant selon Causse et Mandzila (2018). Le tableau ci-dessus récapitule les caractéristiques générales des entreprises que nous avons étudiées :

Tableau N°3 : Caractéristiques générales des entreprises non cotées enquêtées

Codes	Entreprise A	Entreprise B	Entreprise C	Entreprise D	Entreprise E	Entreprise F
Capital social	9 000 000 000 FCFA	2 500 000 000 FCFA	10 000 000 000 FCFA	1 000 000 000 FCFA	2 340 000 000 FCFA	3 000 000 000 FCFA
Nature des capitaux	Nationaux	Nationaux	Nationaux	Nationaux	Mixte	Mixte
Domaine d'activité	Distribution	Finance	Services aux entreprises	Hydrocarbures	Pharmacie	Assurance
Dimension (selon le fisc)	Grande entreprise	Moyenne entreprise	Grande entreprise	Grande entreprise	Grande entreprise	Grande entreprise
Statut juridique	Société anonyme	Société anonyme	Société anonyme	Société anonyme	Société anonyme	Société anonyme
Création	1994	1997	1969	2009	2001	1986
Siège soc.	Douala	Maroua	Douala	Douala	Douala	Douala
Appartenance groupe	Non	Non	Oui	Oui	Oui	Oui
Ethnie du dirigeant	Bamiléké	Moussey	Bamiléké	Basa'a	Togolais	Mbamois
Fonction du répondant	CS/PDG	DG	DAF	DGA	DAF	DG
Durée de l'entretien	50 min.	30 min.	30 min.	1 h	1 h et 50 min.	1 heure

Source : Nous-mêmes

La moyenne d'âge des entreprises non cotées est de 25 ans et l'entreprise la plus âgée a 49 ans. Les entreprises A, B et D sont totalement détenues par des camerounais ; les entreprises C et E sont majoritairement constituées de capitaux camerounais et l'entreprise E est détenue majoritairement détenue par des investisseurs sud-africains. Le capital des entreprises A et C est concentré entre les mains du propriétaire dirigeant. Celui de l'entreprise B est dispersé entre plus de 1 000 actionnaires. Enfin, l'entreprise C appartient à un groupe camerounais.

Les enquêtes de terrain ont été menées sur une période de deux mois allant d'avril à mai 2018. Les données ont été collectées grâce au guide d'entretien. Trois questions ont été posées aux entreprises cotées. Elles portaient : la décision de cotation boursière, le bilan après cotation et les encouragements à la cotation des autres entreprises. Quatre (04) thèmes ont été abordés avec

ces dernières. Il s'agit de : les conditions d'évolution de l'entreprise, la connaissance de la Douala Stock Exchange, la connaissance des avantages de l'introduction en bourse et les facteurs de réticence à la cotation boursière de l'entreprise. Le corpus des répondants a donc été obtenu.

2. TRAITEMENT DES DONNEES COLLECTEES

Les données collectées ont été retranscrites manuellement. En optant pour une méthode d'analyse de type thématique, l'idée était d'entrer dans la tête du répondant et d'extraire l'image perçue de la cotation boursière. Nous avons utilisé le logiciel Sphinx iQ (option Quali). Celui-ci dispose de nombreuses options intéressantes qui permettent de réaliser un traitement automatique des données textuelles. Il est par exemple possible d'associer des verbatims significatifs à chaque catégorie, de les classer et d'en coder de nouveaux selon leur ressemblance avec les précédents. Il indique également le pourcentage de couverture du corpus. Après la retranscription des entretiens, le processus de codage a été enclenché par identification des thèmes les plus importants. La catégorisation a ainsi donné lieu à la formation de sous-rubriques. Le processus de codage a abouti à une liste de codage qui a été mise à jour de façon régulière lors de la catégorisation. Aussi, il a été affiné par la suppression de codes inutiles et l'ajout d'autres codes jugés importants. Aux précisions apportées sur un aspect de la rubrique ou de la sous-rubrique, nous avons choisi d'attribuer des codes spécifiques.

Par la suite, nous avons procédé à la codification des entretiens. Elle consistait à attribuer par une lecture thématique à chaque élément d'une catégorie ou d'une sous-catégorie le code prévu a priori. En cas de spécificité du discours de l'interviewé, nous procédions à la création d'un code spécifique. Nous avons procédé par idée thématique, selon le sens donné au mot, au groupe de mots ou à la phrase dans le texte.

L'analyse des données qualitatives est faite par étape. Nous avons d'abord opéré une analyse lexicale et sémantique du corpus, avec pour objectif de recenser les mots et expressions semblables et en déduire le contenu sémantique. Elle a été soutenue par une analyse par contexte, qui a permis d'identifier verbatims particulièrement représentatifs des entreprises selon leur appartenance à un groupe. Nous avons également réalisé une analyse des opinions. Elle a permis de qualifier la polarité des réponses et les orientations du corpus, pour identifier lesquelles sont : « nettement positives », « plutôt positives », « partagées », « plutôt négatives », « nettement négatives » ou « sans opinion ». Enfin, l'analyse de contenu a permis de répertorier les facteurs explicatifs internes et externes de la réticence à la cotation boursière des entreprises.

III. RESULTATS DE L'ETUDE

La synthèse du discours des répondants montre que les thèmes ont été abordés par les répondants, à l'exception des deux (02) premiers. En effet, c'est au cours du troisième entretien que le thème 1 a été inclus. Le corpus de l'étude est constitué de 8006 mots et a été documenté à 98,7%. Le mot « bourse » est le mot-clé le plus récurrent, suivi de « entreprise », « société », « groupe » et « problème ». L'analyse lexicale et sémantique révèle que le leadership du dirigeant et le cœur de métier ont une place prépondérante dans le quotidien des entreprises étudiées. L'analyse de contexte n'a pas permis de faire une distinction significative entre les entreprises appartenant ou non à un groupe. Les facteurs explicatifs de la réticence à la cotation boursière et les orientations des répondants issus de l'analyse de contenu et de l'analyse des opinions sont présentés dans les paragraphes suivants.

1. RESULTATS DES VERBATIMS DES REpondANTS

Le discours des répondants contient 79 observations ou réponses. Ont été exclus les discours qui n'avaient pas de lien avec le sujet étudié et une observation relevant des questions personnelles au chercheur. L'analyse de contenu a donc portée sur 78 observations, dont 58 ont été codées. Les résultats de l'analyse de contenu sont résumés dans le tableau suivant :

Tableau N°4 : Distribution des variables étudiées

Nom	Effectifs	%
Facteurs internes	29	37,18%
Manque de ressources	11	14,1%
Fiscalité perçue	5	6,4%
Communication financière	5	6,4%
Faible culture financière	5	6,4%
Risque d'expropriation	3	3,8%
Dépendance de la société mère	3	3,8%
Préserver le contrôle	2	2,6%
Fonds propres satisfaisants	2	2,6%
Pas encore envisagé	2	2,6%
Accès au crédit	2	2,6%
Facteurs externes	22	28,2%
Manquements de la bourse camerounaise	12	15,4%
Environnement juridique	6	7,7%

Faible contribution de l'Etat	5	6,4%
Contraintes de la cotation boursière	4	5,1%
Environnement culturel	3	3,8%
Environnement politique	2	2,6%
Critères d'entrée	2	2,6%

Source : Nous-mêmes

Dix-sept (17) facteurs de la réticence à la cotation boursière des entreprises ont été recensés et scindés en deux (02) classes : les facteurs internes et les facteurs externes. Les premiers sont plus prédominants. Il s'agit des facteurs propres à l'entreprise et son dirigeant. Nous en avons recensé onze (11) qui présentent des pourcentages d'apparition différents. Il ressort que les répondants estiment avoir suffisamment d'opportunités de financement et/ou dépendre de leur société mère étrangère. Le manque de ressources est le facteur le plus évoqué. En effet, la plupart des interviewés estiment que leur entreprise n'est pas prête pour la bourse. Seule l'entreprise D envisage de se coter en bourse dans sept (07) ans. Cependant, la fiscalité perçue, la communication financière et la culture financière sont dominants dans le dit et le non-dit des répondants.

Les deux premières variables sont intimement liées. En effet, la question de communication financière renvoie au fait que les entreprises communiquent peu et mal. D'une part, la culture du secret apparaît être un principe, ce que révèle l'interviewé N°6 :

« Il y a déjà un obstacle un peu culturel : on n'a pas l'habitude de présenter les résultats, les bénéfices, les chiffres. On peut difficilement avoir accès aux chiffres même parmi les sociétés les plus importantes. C'est pas, c'est culturel. Ailleurs, en France, vous tapez, vous tapez sur les sociétés, vous avez tous les résultats. Alors, il y a déjà cet obstacle-là, les gens n'aiment pas communiquer. Ils cachent, ils cachent, ils cachent leurs chiffres. »

D'autre part, les pratiques comptables révèlent l'existence d'une comptabilité frauduleuse, ayant pour but d'amoindrir la charge fiscale. L'interviewé N°6 continue :

« Il y a également le fait que beaucoup de sociétés, bien qu'elles soient formalisés, elles ont absolument un fonctionnement informel, avec des sociétés qui ont deux comptabilités, ainsi de suite. Et tout ça parce qu'ils ont peur du fisc, or la bourse nécessite une transparence des états. Ils ont peur donc qu'en allant à la bourse, on pourrait. Voilà pour moi les raisons majeures. »

Ce point de vue est également partagé par l'interviewé N°2 :

« Ils ne veulent même pas déclarer le chiffre d'affaires exact, parce qu'il y a le fisc qui est derrière eux, qui contrôle et qui veut la vérité. »

Ces résultats corroborent les travaux de Souleymanou et Hikkerova (2018) qui expliquent l'impact de la culture comptable camerounaise sur la communication financière. Ils corroborent également les travaux Mayéglé et al. (2016) qui la pratique de manipulations comptables orientées vers la fiscalité. La faible communication financière est donc un outil de maintien du pouvoir, au sens de Kamdem (2002), mais aussi de réduction de l'assiette fiscale.

Par ailleurs, nous nous sommes intéressés à la culture financière des dirigeants d'entreprises non cotées. Il en ressort que la moitié d'entre eux possède un profil de financier. L'interviewé N°2 exprime :

« J'ai travaillé à Londres, à la London Stock Exchange il y a 40 ans. Je sais comment la bourse fonctionne. (...) J'avais acheté des actions SEMC pour 2 000 000 FCFA et j'ai pu les revendre à 10 000 000 FCFA. J'aurais voulu en avoir aussi de la SOCAPALM mais j'ai été informé tardivement. »

Ils savent qu'il existe un marché financier local et en connaissent les grands débats. Cependant, les conditions d'introduction en bourse et les avantages financiers et commerciaux ne font pas l'unanimité. L'interviewé N°5 décrit la culture boursière de son entreprise :

« Notre organisation est telle que peut-être que les décideurs n'ont pas cette vision financière de la bourse, ils ne savent qu'ils peuvent gagner à travers la bourse, qu'est-ce qu'ils gagnent. Ils se cantonnent plutôt aux principes basiques. »

Ces propos corroborent les conclusions de Defays et Saint-Pierre (2012) sur le profil du propriétaire-dirigeant, sa culture et son vécu. La formation et l'absence d'une culture boursière explique donc que la cotation boursière ne soit pas un mode évident de financement.

Les facteurs externes reflètent l'état du marché financier camerounais et son environnement. Pour beaucoup de répondants, la bourse est victime de ses propres défaillances. Celles-ci concernent la communication, le cadre juridique et l'organisation interne. L'interviewé N°1 s'exprime :

« Elle ne se vante pas, elle est là et attend que les entreprises s'intéressent à elle alors que c'est à elle de chercher les entreprises. C'est à elle de dire ce qu'elle fait, quels avantages, qu'est-ce qu'on gagne. C'est la loi des gagnants ; nous sommes dans un monde de gagnants. (...) On ne la connaît même pas. On ne sait même pas si elle parle, si elle est muette. On ne connaît pas sa couleur, on ne la voit pas. »

Dans le même sens, l'interviewé N°3 continue :

« La bourse elle-même est chancelante, ce n'est pas seulement nous. Je pense qu'il y a à peine 4 sociétés. D'ailleurs elle est tellement mal managée à Libreville qu'on l'a ramenée sur Douala. On va voir venir. »

Les répondants décrivent également l'absence d'un cadre juridique approprié à la protection des investisseurs. Selon eux, la législation camerounaise n'offre pas de garanties satisfaisantes qui puissent susciter la confiance des investisseurs. Précisément, l'interviewé N°2 soutient :

« Ça n'inspire pas confiance parce qu'il y a la corruption par-ci, la corruption par-là. Et la justice, est la plus corrompue. Vous pouvez avoir un problème, une dette, et même un titre foncier qui vous couvre. Malgré ça, vous pouvez attendre pendant 10 ans avant de voir la justice intervenir. »

Une autre variable tout aussi significative est la faible contribution organisationnelle de l'Etat. L'interviewé N°6 défend :

« SEMC ne marche pas. (...) L'Etat a des bijoux de famille qui sont très intéressants. Si l'Etat dit : ok je mets le truc là-bas vous allez voir que tout le monde va se ruer sur la bourse. »

D'après les dirigeants enquêtés, l'Etat camerounais joue un double jeu. Celui-ci manifeste la volonté politique de créer un marché financier sans mettre les moyens nécessaires pour le viabiliser. Pourtant, la privatisation et l'action coercitive de l'Etat ont été très déterminantes à l'émergence du marché financier dans les pays tels que le Brésil, le Chili, l'Argentine et en Afrique de l'Ouest. Plus récemment, le gouvernement tanzanien a rendu obligatoire l'ouverture du capital des multinationales du secteur des télécommunications Okouda (2015). De tels exemples peuvent inspirer l'Etat camerounais à adopter un positionnement ferme pour la redynamisation du marché financier.

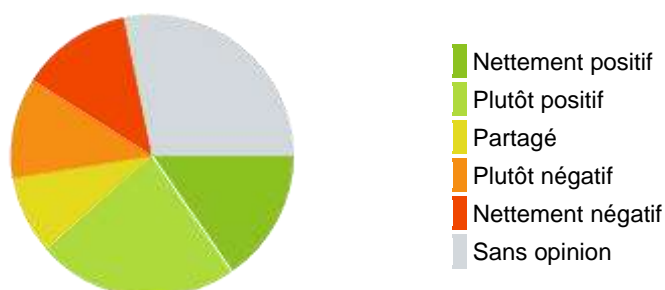
Par ailleurs, l'existence de facteurs externes témoigne qu'un environnement plus propice favoriserait la cotation boursière des entreprises. En effet, l'environnement juridique, culturel

et politique pose problème. Cheng et Schiu (2007) démontraient plus tôt que la faible protection des investisseurs est la raison pour laquelle les pays francophones ont moins d'entreprises cotées en bourse. De même, des évidences ont été trouvées qui démontrent que la culture est un obstacle au développement du marché financier (Nakhaie et Zadeh, 2011). L'Etat gagnerait donc à assainir l'environnement boursier pour espérer de nouvelles cotations.

2. SYNTHÈSE DES ORIENTATIONS DES REpondANTS

Les orientations du corpus sont obtenues grâce à une analyse des opinions. La figure suivante met en évidence la répartition des observations selon leurs orientations :

Figure N°2 : Caractérisation selon les orientations



La synthèse des orientations présente les résultats de l'analyse des opinions opérée *via* le moteur de traitement automatique des langues. A la lecture de ce camembert, l'on constate l'abondance d'un discours sans opinion. Cela s'explique par le non codage de 20 des 78 observations recueillies. Le tableau ci-dessous donne les caractéristiques des orientations du discours :

Tableau N°5 : Synthèse des orientations des réponses

	Effectifs	Longueur moyenne	Les 5 mots spécifiques	Concept spécifique	Sentiment spécifique	Contexte spécifique	Classe spécifique	Indice de richesse relative
Nettement positif	12	54	bourse - groupe - valeur - esprit - filiale - ...					0,56
Plutôt positif	18	227	bourse - pharmacien - pays - confiance - petit					1,82
Partagé	7	69	entreprise - communication - actionnaire - transparence - banque					0,74
Plutôt négatif	9	266	bourse - société - banquier - problème - contrôle					2,11
Nettement négatif	10	21	entreprise - fournisseur - problème - actionnaire - affaire - ...					0,24
Sans opinion	22	8	camerounais - groupe - société - capital - pharmacien				Classe n° 1	0,10

Le corpus n'a pas de mot, de sentiment ou de contexte spécifique. La classe spécifique renvoie au premier thème du guide d'entretien et est sans opinion. Les facteurs de réticence à la cotation boursière sont expliqués par la richesse des corpus qui constituent le nombre de mots. Si l'indice de richesse est supérieur à 1, alors les réponses de cette orientation sont plus riches que la moyenne. A l'inverse, les réponses de cette catégorie sont moins riches que la moyenne. Aucun contexte spécifique n'est représenté.

Le tableau indique que les orientations « partagées » (0,74), « nettement positives » (0,56), « nettement négatives » (0,24) et « sans opinion » (0,10) ne tendent pas vers 1 et ne sont pas significatives. Seules les orientations « *plutôt négatives* » (9 mots le prouvent, notamment : la bourse, la société, le banquier, le problème et le contrôle) et « *plutôt positives* » (18 mots le réitèrent, dont plus significativement : la bourse, le pharmacien, le pays, la confiance et petit) sont significatives, avec des indices de richesse respectifs de 2,11 et 1,82. La bipolarité de ces orientations renvoie à la considération des répondants à l'égard des bénéfices et des coûts de la cotation boursière. A titre d'illustration des orientations positives, l'interviewé N°6 affirme :

« Pour beaucoup d'entreprises, c'est un moyen supplémentaire et donc forcément ça intéresse. »

Les orientations négatives reflètent les inquiétudes des dirigeants d'entreprises cotées et non cotées répondant à l'égard du marché financier camerounais. Lorsque nous nous sommes rapprochés de la SAFACAM, nous avons reçu l'information selon laquelle la décision d'introduction en bourse n'aurait pas été prise s'il ne s'agissait que des actionnaires privés. Le Directeur de la Centralisation de la SEMC quant à lui s'exprime :

« La bourse, elle ne vit pas vraiment. Parce qu'on a une action de SEMC qui n'a pas évolué depuis sa première cotation. SEMC a connu beaucoup de mouvements, notamment au niveau de son activité financière. Les deux derniers exercices, on a eu des pertes, mais ça n'a pas bougé d'un seul iota le cours de l'action. Donc, la conclusion c'est que la bourse ne vit véritablement pas, »

En définitive, les répondants ont exprimé tout au long des entretiens leur réticence à la cotation boursière. L'essentiel des variables issues de la littérature sont présentes, bien que faiblement mentionnées par les répondants, à l'instar du risque de perte de contrôle. Cependant, les répondants mettent une emphase sur la fiscalité perçue et la communication financière. Ces résultats, associés à l'analyse des non-dits, nous permettent de conclure que la principale raison pour laquelle les dirigeants veulent garder le contrôle de leur entreprise et de leurs informations est la pratique d'une comptabilité frauduleuse destinée à réduire le montant des impôts à verser.

Par ailleurs, de nouvelles variables sont observées. Il s'agit de : la faible culture financière des dirigeants, la dépendance de la société mère, le non prise en compte du marché comme mode de financement, l'accès au crédit, les manquements du marché financier local et la faible contribution organisationnelle de l'Etat. Certaines variables telles que le manque de ressources méritent d'être analysées au cas par cas. En effet, l'entreprise E qui semble être le meilleur candidat à la bourse estime ne pas être prête. Tout dépend donc des seuils que les entreprises se fixent.

CONCLUSION

La présente recherche s'est intéressée à la réticence des entreprises à la cotation boursière. Nous avons en particulier analysé les théories et facteurs explicatifs. L'étude de cas nous a permis de souligner l'existence d'une réticence volontaire et d'une autre involontaire. Par ailleurs, nous avons trouvé que les répondants ont des orientations plus significativement « plutôt négatives » que « plutôt positives ». Ce sentiment est partagé par les entreprises cotées. Dès lors, l'on peut comprendre pourquoi le marché financier a toujours porté par l'Etat et non le secteur privé. Toutefois, nos recommandations vont à l'endroit des chercheurs, des entreprises, de l'Etat camerounais et du marché financier. Nous proposons que les recherches futures ne s'appuient pas uniquement sur les théories financières, mais tiennent compte du pouvoir explicatif des théories sociologiques. De plus, elles devraient distinguer les facteurs internes et les facteurs externes. A l'attention des dirigeants d'entreprises, nous proposons de développer la curiosité financière des chefs d'entreprises et de privilégier une comptabilité d'information au lieu d'une comptabilité d'obligation. Par ailleurs, l'Etat gagnerait à privatiser les grandes sociétés dans lesquelles il est actionnaire, à proposer des régimes d'imposition de faveur ciblés et créer un cadre réglementaire qui régitte la finance de marché et protège les acteurs. Enfin, le marché financier devrait améliorer la communication au sein de l'autorité administrative et de l'entreprise de marché au travers d'activités tels que la participation aux foires, aux forums et les interventions dans les médias ou encore la mise sur pied de campagnes de vulgarisation de la culture boursière dans les universités.

Bibliographie indicative

Bonache A., Chappelier P., Ben Hamadi Z., et Mohammed A. (2015), Les déterminants de la complexité des systèmes d'information comptables des dirigeants de PME : Contingences culturelles et endogénéité, *Management International*, spring 2015, vol. 19, N°3, pp. 148-168.

- Bradshaw Y. et Wallace M. (1991), Informing generality and explaining uniqueness: the place of case studies in comparative research, *International Journal of Comparative Sociology*, vol. 32, N°1-2, pp. 154-171.
- Brau J. C. et Fawcett S. E. (2006), Initial public offerings: an analysis of theory and practice, *The Journal of Finance*, vol. 61, N°1, pp. 399-436.
- Burns T. et Stalker G. M. (1961), *The management of innovation*, London, Tavistock.
- Causse G. Ebondo Wa Mandzila E. (2018), L'Afrique, source d'innovation managériale : son modèle d'entreprise, in Biwolé-Fouda J., Causse G. et Ngantchou A., *Théories des organisations africaines*, L'Harmattan, pp. 143-164.
- Cheng S. et Shiu C. (2007), Investor protection and capital structure: international evidence, *Journal of Multinational Financial Management*, vol. 17, N°1, pp. 30-44.
- Kamdem E. et Chetchoua K. D. (2015), L'obligation d'accommodement raisonnable dans le management de la diversité au Cameroun : une perspective juridique, Anoukaha F. et Olinga A. D., *L'obligation : Etudes offertes au Professeur Paul-Gérard Pougoué*, Yaoundé, L'Harmattan, Cameroun, pp. 369-385.
- Mayéglé F.-X., Talla F. L. et Monda L. L. (2016), Entorses à l'image fidèle des entreprises: La réalité des économies sans marché financier, le cas du Cameroun, in *L'Ethique et l'entreprise*, sous la dir. de Brasseur M., éd. L'Harmattan, France, pp. 233-249.
- Nakhaie H. et Zadeh A. E. (2011), The study of cultural development obstacles of capital market in Iran, *International Conference on Financial Management and Economics IPEDR*, vol.11, IACSIT Press, Singapore, 396-399.
- Oghojafor B., Idowu A., George O.J. (2012), Application of management theories and philosophies in Nigeria and their associated problems, in *International Journal of Business and Social Science*, vol. 3, n° 12, novembre, pp. 72-81.
- Pagano M., Panetta F. et Zingales L. (1998), Why do companies go public? An empirical analysis, *Journal of Finance*, Vol. LIII, N°1, pp. 27-64.
- Souleymanou K. et Hikkerova L. (2018), Les défaillances de communication financière des entreprises camerounaises, *Gestion 2000*, N°2018/1, vol. 35, pp. 97 à 121.

Steffen H. C., Zanini F. A. M. (2014), Opening or not capital in Brazil: An practice analysis of perception of financial executives, *Brazilian Review of Finance*, vol. 12, N°4, pp. 597-642.

Tchankam J. P., Feudjo J. R., Gandja R. et Valant S. (2016), The determinants of financial structure: how to explain the paradox of insolvency and debt among SMEs in Cameroon? *Research in International Business and Finance*, vol.36, N°1, pp. 73-84.

Tchapga D. C. C. et Feudjo J. R. (2016), Cotation en bourse et problématique de financement des entreprises dans une économie en développement, *Revue de Management et de Stratégie*, vol. 1, N°9, pp.1-19.

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

Williamson O. E. (1985), The economic institutions of capitalism: firms, markets and relational contracting, The Free Press, a Division of Macmillan, Inc., New York, traduit en français (1994) Les institutions de l'économie, InterEdition, Paris.

Zelizer V. (1992), Repenser le marché [La construction sociale du "marché aux enfants" aux États-Unis], in *Actes de la recherche en sciences sociales*, vol. 94, Économie et morale, pp. 3-26.