

La problématique de la cotation boursière : Une étude menée dans le contexte camerounais

Jores Berby MBA NEGEANT

Doctorant en Science de Gestion appliquée-Finance et Comptabilité à l'Université de Douala - Cameroun
joresmba3@gmail.com / mba.jores@yahoo.com

Pesos NGUEFACK AZANGUE

Docteur en Finance et Comptabilité des organisations, Université de Dschang – Cameroun
nguefackpesos@yahoo.fr

Résumé

Objectif : L'objectif de l'étude consiste à analyser les facteurs contribuant au comportement réticent des entreprises camerounaises à la cotation boursière.

Méthode : L'approche quantitative est adoptée et les données primaires collectées sur un échantillon composé de 83 entreprises camerounaises (cotées et non cotées) sont analysées suivant la technique des moindres carrés ordinaires.

Résultats : Les résultats mettent en évidence une influence directe et significative des facteurs économiques et sociaux, tels que la confidentialité de l'information financière, le niveau d'éducation et l'expérience des dirigeants en matière de gestion du marché financier, sur la décision de cotation boursière des entreprises camerounaises. Contrairement aux études précédentes, cette recherche révèle que les dirigeants d'entreprise sont désormais ouverts au partage du pouvoir de contrôle dans la gestion de leur entreprise, ce qui remet en question le risque de perte de contrôle comme facteur dissuasif à la cotation boursière au Cameroun tel qu'identifié par les recherches antérieures.

Originalité : L'originalité de cette étude réside dans sa capacité à examiner et à présenter l'évolution des facteurs expliquant le taux de cotation boursière significativement faible dans le contexte camerounais.

Mots-clés : Marché financier, réticence, cotation boursière

The issue of stock market listing: A study conducted in the Cameroonian context.

Abstract

Objective: The objective of the study is to analyze the factors contributing to the reluctance of Cameroonian companies to list on the stock exchange.

Method: A quantitative approach is adopted, and primary data collected from a sample of 83 Cameroonian companies (both listed and non-listed) are analyzed using ordinary least squares technique.

Results: The results highlight a direct and significant influence of economic and social factors, such as financial information confidentiality, level of education, and managerial experience in financial market management, on the decision of Cameroonian companies regarding stock market listing. In contrast to previous studies, this research reveals that business leaders are now open to sharing control over their company's management, challenging the risk of loss of control as a deterrent to stock market listing in Cameroon as identified by previous research.

Relevance: The uniqueness of this study lies in its ability to examine and present the evolution of factors explaining the significantly low rate of stock market listing in the Cameroonian context.

Keywords: Financial market, reluctance, stock market listing.

1. Introduction

Les crises financières des années 1980, 1990 et 2000 qui ont déstabilisé le système financier mondial ont été accompagnées par de multiples restructurations dans le système économique mondial. Les évidences sont reconnues aux pays africains qui se sont grandement distingués par des liquidations successives des institutions financières existantes, la privatisation des établissements publics et la mise en place des prescriptions prudentielles plus exigeantes pour ne citer que ceux-ci. Ces réformes étaient des principales mesures de libéralisation soutenues par la communauté des bailleurs de fonds et mises en œuvre sous l'égide des institutions financières internationales (le Fond Monétaire International & Banque mondiale). Dans ce processus de relance du secteur économique, va immédiatement se poser le problème des ressources financières tant pour les investissements publics que privés. Une problématique qui va conduire les chefs d'État africain à une réflexion profonde sur la nécessité de trouver des sources de financement importantes et de longue durée. C'est dans ce contexte de restructuration, que l'Afrique en général et la sous régions CEMAC¹ en particulier vont connaître une prolifération des marchés financiers² à compétence nationale et régionale, constituant ainsi une importante source de financement alternative aussi bien pour les États que pour les investisseurs privés (individuels et institutionnels). C'est ainsi que nous pouvons citer la bourse de Johannesburg en Afrique du Sud (1887), la bourse de Nairobi au Kenya (1954), la bourse du Nigéria (1960), la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières en Afrique de l'Ouest (1996), et la Bourse des Valeurs Mobilières de l'Afrique centrale (2003) qui a absorbée la Douala Stock Exchange en 2017, pour ne citer que ceux-ci. Cette prolifération des bourses de valeur était essentiellement soutenue par la nécessité d'une interconnexion des marchés et la mise en interaction des agents économiques aux besoins divers, afin de permettre une allocation efficiente des ressources pour le financement de l'économie. S'il est vrai que la création de ces places financières à constituer une avancée majeure pour le système financier africain en général, force est de constater que ces marchés financiers pour la plupart depuis leur création à nos jours, peinent à décoller et demeurent sous-développés. C'est l'exemple le plus visible de la Bourse des Valeurs Mobilières de l'Afrique Central créée en 2003, qui après ses 20 années d'existence, et bien même après sa fusion en 2017 avec la Douala Stock Exchange, peine à assumer ses missions de financement de l'économie. Elle se caractérise par un faible taux de cotation des entreprises, une capitalisation boursière faible à un niveau alarmant, une liquidité inquiétante et bien d'autres. Dans un espace où le nombre d'entreprise créées croît de jour en jour, comment expliquer que malgré l'accès difficile au financement par les institutions classiques qui imposent des conditions difficiles aux nécessiteux, les entreprises privés continuent à adopter un comportement réticent face à une alternative fiables et prometteuse pourtant, suivant un rapport publié en 2011 par la banque mondiale sur le développement de l'Afrique, 70% des entreprises africaines souffraient d'un manque de financement criarde, devenu de plus en plus grandissant, surtout avec la pandémie de la COVID-19 qui a poussé la banque mondiale au déploiement en 2022 d'une enveloppe de 12,6 milliards de dollars pour le financement des pays de la région Afrique de l'Ouest et Afrique centrale³. Cette situation familière à l'ensemble des bourses africaines nous interpelle sur les raisons du faible taux de cotation boursier et la capitalisation au plus bas de l'échelle comparer aux bourses des continents voisins. Le cas des entreprises Camerounaises en particulier au côté des cinq autres États que constitue la sous régions CEMAC, nous interpelle plus. Ceci, en raison de la coexistence pendant une dizaine d'années, de deux bourses de valeur dans leur espace, mais aujourd'hui avec à peine sept entreprises cotées à la BVMAC qui occupait en fin 2021, la dernière place parmi les bourses africaine

¹ Communauté Économique et Monétaire de l'Afrique centrale, créée le 16 mars 1994 en remplacement de l'Union Douanière et Économique de l'Afrique Centrale (UDEAC) avec pour objectif principal de promouvoir l'intégration économique, la coopération et le développement durable au sein de ses États membres.

² Ces marchés constituent un lieu où les acheteurs et les vendeurs négocient les actifs financiers, tels que des actions, des obligations, des devises et autres, dans le but de transférer des ressources des agents à capacité excédentaire, aux agents en déficits (Eugene F., 1970).

³ Rapport annuel 2022 Banque mondiale - interventions régionales Afrique de l'ouest et Afrique centrale

en termes de capitalisation boursière ⁴. Cette situation nous amène à nous interroger sur la réticence des entreprises camerounaises à la cotation en bourse.

Le marché financier camerounais a fait ses derniers bagages avec un bilan peu satisfaisant. En effet, la Conférence des chefs d'État de la CEMAC, qui s'est tenue le 31 novembre 2017 au Tchad, a mis fin à la coexistence des deux bourses des valeurs mobilières dans la sous-région, au profit de la mise en place d'un marché unique. Après la création de la Bourse de Douala 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 a été la première entreprise cotée, après une offre de vente des actions de l'État en 2006. L'introduction en bourse de la Société a suivi celle de la SAFACAM en 2008 avec le même processus et la SOCAPALM en 2009, suite à une augmentation de capital. À sa clôture, seules ces trois (03) sociétés étaient cotées sur le compartiment des actions. Une situation alarmante, quand on sait que la quasi-totalité des entreprises camerounaises sont surendettées (Institut National de la Statistique, 2018) et gagneraient à améliorer leur pouvoir de négociation avec les autres acteurs via le marché (Steffen et Zanini, 2014 ; Klein et al., 2002 ; Pagano et al., 1998). Malheureusement, on observe que plus de la moitié des entreprises privées et publiques sont totalement absentes des marchés financiers, aussi bien sur le compartiment des actions que ceux des obligations, malgré le grand avantage financier que ce processus apporterait à leur performance.

Envieux de cette situation, Tchagga et Feudjo (2016) ; Monda et Mayeglé (2019), ont réalisé une étude au Cameroun qui a révélé que la confidentialité aux informations de l'entreprise et le niveau de risque de perte de contrôle sont des facteurs expliquant la réticence des entreprises camerounaises à la cotation boursière. Ces résultats ont confirmé toutes les recherches antérieures, telles que celles de Steffen et Zanini (2014) au Brésil et Brau et Fawcett (2006) aux États-Unis. Cependant, ces travaux se sont concentrés sur les facteurs économiques, négligeant les facteurs sociaux et culturels pouvant impacter la décision de cotation boursière des entreprises. Aussi, ils n'ont pas suffisamment tenu compte des pays caractéristiques où l'étude a été menée, pourtant nécessaires dans le contexte Africain. C'est ainsi que Williamson (1985) stipulait que lorsque nous passons d'une culture à une autre, le contexte social dans lequel s'inscrivent les transactions, les us et coutumes ont leur place et doivent être pris en compte. Selon Kamdem (2002), la situation réelle des pays en développement devrait être abordée en intégrant les aspects humains et sociaux, qui pourraient également influencer les décisions des gestionnaires ou des propriétaires en matière de bourse. Oghojofor et al. (2012), ont recommandé de prendre en compte la personnalité des dirigeants, la nature de leurs propriétés, ainsi que la région et l'ethnie des dirigeants africains (Causse et Mandzila, 2018).

C'est sur la base de cela et au regard des faits relevés plus haut, que cette étude est menée dans l'objet d'examiner les facteurs explicatifs de la réticence des entreprises camerounaises à la cotation bourse, au regard de leurs réalités économiques, sociales et culturelles. Ainsi, L'objectif est d'analyser les facteurs explicatifs du comportement réticent des entreprises camerounaises à la cotation boursière.

Face à la problématique portée sur la difficulté de financement des entreprises en Afrique et, le taux de cotation boursière des entreprises camerounaises significativement faible, cette étude adresse et complète la littérature financière existante sur la réticence des entreprises à la cotation boursière. Elle vient ainsi combler certains vides et présenter l'évolution des résultats issus des recherches antérieures.

La suite du présent article est ainsi organisée sur les points suivants : Une revue de littérature (2), la méthodologie de recherche et d'analyse adoptée (3), les résultats et discussion (4) et, une conclusion générale (5).

2. Fondement théorique et empirique

La réticence des entreprises à la cotation boursière fait référence à l'hésitation à l'égard de l'inscription des actions en bourse. Cela se manifeste soit par un refus total, ou le fait de différer la cotation jusqu'à ce que certaines conditions soient remplies. Elle s'explique par la crainte d'une

⁴ 6 578 milliards FCFA en fin 2021 suivant le rapport annuel de la BVMAC

exposition accrue aux investisseurs et à la réglementation, la pression pour des résultats financiers à court terme, la perte de contrôle pour les propriétaires et les fondateurs de l'entreprise, les coûts élevés associés à la cotation en bourse, ou encore la préférence de garder un profil bas. Il est important de noter que la décision de coter une entreprise en bourse est complexe et dépend de nombreux facteurs, tels que les objectifs stratégiques, les priorités financières et les préférences de l'équipe dirigeante. La réticence à la cotation en bourse peut donc être une décision stratégique délibérée, basée sur une évaluation rigoureuse des coûts et des avantages potentiels. La littérature existante à la théorique et empirique, permet déjà de savoir que des recherches ont été menées par le passé sur cette thématique. Ainsi, dans cette partie, nous allons essayer de comprendre ce qui a été dit par nos prédécesseurs.

Diverses théories (à la fois financières et sociologiques) ont donné des explications explicites sur les raisons de la réticence des entreprises à la cotation boursière. C'est le cas de la théorie des coûts transactionnels⁵ qui stipule que la structure organisationnelle optimale est celle qui atteint l'efficacité économique en minimisant le coût des échanges. Cette théorie suggère que chaque type de transaction produit des coûts de coordination, de suivi, de contrôle et de gestion. Elle insiste sur le fait que les entreprises sans actifs risqués et tangibles ne devraient pas être cotées en bourse. Sa contribution à expliquer le comportement des entreprises vis-à-vis des marchés financiers repose sur la spécificité des actifs dans lesquels les investissements innovants font de la bourse un contrat optimal pour les entreprises innovantes. Ainsi, il sera plus adéquat de financer les actifs moins spécifiques avec du capital emprunté car une perte dans un tel investissement peut être compensée par sa moindre spécificité. Alors que, s'agissant d'actifs très spécifiques, il est recommandé d'utiliser les fonds propres pour financer un tel investissement. En effet, un tel moyen d'investissement réduit la prime de risque imposée par les créanciers. Par ailleurs, dans le marché financier, les coûts transactionnels comprennent les frais de courtage, les coûts de recherche sur les titres, les coûts de négociation, les coûts de surveillance des investissements, les coûts de mise en conformité réglementaire, ainsi que les coûts de traitement des paiements et des règlements. Ces coûts peuvent affecter la décision des investisseurs d'acheter ou de vendre des titres et peuvent donc influencer les prix des actifs financiers. La théorie des coûts transactionnels suggère que les investisseurs rationnels chercheront à minimiser ces coûts en utilisant des stratégies d'investissement qui nécessitent moins de transactions. Ceci explique pourquoi certaines entreprises décident de ne pas faire appel au marché financier pour lever des fonds, mais préfèrent obtenir des financements par d'autres moyens tels que l'autofinancement ou l'emprunt.

Par ailleurs, la théorie du compromis⁶ s'intéresse également à ce phénomène et stipule que la décision de cotation boursière est souvent influencée par des intérêts divergents, tels que les coûts et les avantages de la cotation boursière pour l'entreprise, ainsi que les intérêts des investisseurs potentiels.

Du point de vue de l'entreprise, la cotation boursière peut offrir des avantages tels qu'un accès accru aux capitaux, une plus grande visibilité et une meilleure liquidité des actions. Cependant, la cotation boursière peut également entraîner des coûts tels que des frais élevés d'émission d'actions, des exigences accrues en matière de divulgation d'informations et une surveillance accrue par les régulateurs.

Du point de vue des investisseurs, la cotation boursière peut offrir des avantages tels que la possibilité d'investir dans une entreprise en croissance et de bénéficier de l'augmentation potentielle de la valeur des actions. Cependant, les investisseurs peuvent également être confrontés à des risques tels que la volatilité des cours de l'action, les frais de courtage élevés et la possibilité de subir des pertes financières.

Dans ce contexte, la théorie du compromis suggère que la décision de cotation boursière doit être prise en considérant les avantages et les coûts potentiels pour l'entreprise et les investisseurs. Les parties doivent chercher à trouver un compromis qui maximise leurs gains respectifs tout en

⁵ Williamson (1979, 1986)

⁶ Pagano et al. (1998)

minimisant les pertes. Cela peut impliquer des concessions et des compromis, tels que la décision de coter les actions à un prix inférieur pour attirer plus d'investisseurs ou reporter la cotation jusqu'à ce que les conditions du marché soient plus favorables.

Ainsi, la décision de se cotée en bourse résulte d'un arbitrage entre le coût total encouru et les bénéfices produits par les entreprises pendant leur cotation. En effet, ces entreprises bénéficient d'opportunités financières et commerciales au prix en termes de coût direct, d'antisélection et de perte de confidentialité. Si le profit généré est égal aux coûts engagés, alors les entreprises accepteront d'être cotées en bourse. Au contraire, les entreprises seront réticentes.

La théorie du financement hiérarchique⁷ complète l'analyse en suggérant que les entreprises cherchent à éviter l'émission d'actions aussi longtemps que possible en raison du coût élevé de l'émission et de la dilution de la propriété qu'elle implique. Cette théorie est basée sur l'idée que les différents types de financement ont des coûts et des avantages différents, et que les entreprises préfèrent utiliser les sources de financement moins coûteuses avant de recourir à des sources plus coûteuses. Ainsi, l'utilisation de la trésorerie interne est préférée car elle n'implique pas de coût de transaction, tandis que l'émission d'actions peut être coûteuse en raison des frais d'émission, des coûts de négociation et de la dilution de la propriété.

Cette théorie qui s'appuie sur l'asymétrie d'information existant entre les acteurs internes (propriétaires, dirigeants) et les acteurs externes (donateurs) à l'entreprise, essaye d'expliquer la réticence des entreprises à s'introduire en bourse. Selon elle, l'objectif du gestionnaire est de maximiser sa propre richesse tout en préservant son indépendance vis-à-vis des acteurs externes, c'est pourquoi les fonds internes font l'objet de son choix de financement prioritaire. Si les fonds internes sont insuffisants, ils préfèrent recourir à l'endettement plutôt qu'à l'augmentation de capital car l'endettement réduit le degré de dépendance de l'entreprise vis-à-vis des autres apporteurs de capitaux, et conserve ainsi le contrôle et le pouvoir de décision. Ainsi, la préservation du contrôle reste un facteur déterminant et influant vis-à-vis des décisions de cotation boursière des entreprises.

De nombreux travaux empiriques ont été menés dans le but d'analyser le comportement des entreprises dans la prise de décision financière, et les raisons pour lesquelles elles ne sont pas cotées sur le marché boursier.

Tchapga et Feudjo (2016) ont réalisé une étude au Cameroun basée sur la cotation en bourse et la question du financement des entreprises dans une économie en développement. Leur méthodologie était basée sur un pont entre une analyse qualitative et une analyse quantitative pour montrer comment la combinaison de ces méthodes enrichit l'analyse des obstacles à la cotation en bourse. Ils ont utilisé des données primaires obtenues par l'application de questionnaires et d'entretiens pour tirer une double conclusion à partir des résultats de leurs recherches. Tout d'abord, leurs résultats ont montré que plus le dirigeant se méfie d'une publication, plus il est réticent face à une introduction de son entreprise en bourse. De plus, plus la fréquence de publication de l'information par le dirigeant sera élevée, moins il cotera son entreprise en bourse. Ces résultats renforcent la validité des travaux de Guimard (1997), et Brau et al. (2006). En effet, les études réalisées par ces auteurs tant dans le contexte français qu'américain, soulignent que la perte de confidentialité des informations de l'entreprise a un impact significatif sur la décision d'entrer en bourse prise par le dirigeant.

Un aperçu de ces résultats montre que le niveau de risque de perte de contrôle perçu par le dirigeant est une fonction linéaire négative de la décision d'entrer en bourse. En d'autres termes, plus le niveau de risque de perte de contrôle perçu par le dirigeant est élevé, moins il décidera d'introduire son entreprise en bourse. 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 lié à la décision d'introduction en bourse. Dans cette perspective, les facteurs de réticence liés au niveau de risque perçu par les dirigeants dans le contexte camerounais sont : la multiplicité des conflits liés à l'ouverture du capital, l'inclusion d'actionnaires non nationaux et de concurrents dans l'actionnariat, la perte d'autonomie décisionnelle, la vulnérabilité aux contrôles

⁷ Stewart M. 1984

fréquents sur les marchés financiers, la sous-performance conduisant à un changement de direction, la rétention et la transmission de la propriété de l'entreprise.

Monda et Mayeglé (2019) ont réalisé une enquête exploratoire sur les réticences des entreprises à la cotation boursière avec une méthodologie basée sur l'analyse qualitative. Leurs données provenaient de sources primaires et ont été collectées par le biais d'entretiens transcrits manuellement. L'analyse thématique a été réalisée avec l'idée d'entrer dans la tête du répondant et d'extraire l'image perçue de la cotation en bourse. Sur la base des résultats de leurs travaux menés sur les entreprises cotées à la Douala Stock Exchange, ils ont conclu 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 payer.

Les travaux de Jaffeux (1992) traitent de la décision d'entrer en bourse par le biais d'une enquête. Ses résultats montrent une prédominance des motivations commerciales ou financières sur les motivations individuelles. Quant à la réticence des dirigeants des entreprises non cotées, aucun des facteurs proposés ne constitue un obstacle majeur aux introductions en bourse. Enfin, les dirigeants des sociétés cotées sont satisfaits des introductions en bourse, notamment de la notoriété et de l'offre publique. Ils sont, par contre, insatisfaits des services fournis par les intermédiaires financiers, banques et agents de change. N'Dri et Aderomou (2011) ont travaillé sur les introductions en bourse à la Bourse régionale des valeurs mobilières (BRVM). Leur recherche a porté sur les facteurs de blocage des introductions en bourse des entreprises béninoises sur un échantillon de 10 entreprises non cotées à la BRVM. Leur résultat montre que les facteurs de réticence l'emportent sur ceux des motivations. L'influence du facteur culturel sur la décision de se faire coter à la BRVM a été mise en évidence. Dans l'ensemble, les dirigeants de leur échantillon ont rejeté l'hypothèse selon laquelle l'absence des entreprises béninoises de la cote de la BRVM est due à l'absence d'une culture boursière.

Steffen et Zanini (2014) ont étudié les aspects et les raisons pour lesquelles les entreprises brésiliennes entrent en bourse, du point de vue des directeurs financiers (CFO). De leurs travaux, ils ont révélé que la principale raison de la réticence des entreprises à la cotation en bourse est le désir de préserver le contrôle et la propriété des entreprises. Ces conclusions avaient déjà été tirées par Brau et Fawcett (2006) aux États-Unis, puis récemment par Tchapga et Feudjo (2016) au Cameroun. Plus tard, Mayeglé et al. (2016) ont décrié le faible potentiel informationnel des états financiers et la pratique de la comptabilité multiple. À 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 la communication financière observées 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 l'information financière est destinée à la prise de décision des investisseurs. En revanche, dans la culture comptable continentale, l'information financière est utilisée pour établir l'assiette fiscale. Ces résultats corroborent des travaux antérieurs comme 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 d'informations financières. Pour le cas spécifique du Cameroun, les entrepreneurs considèrent que rendre les choses claires les prive de pouvoir et de prestige (Kamdem, 2002). La mauvaise communication financière a donc des origines culturelles.

Afin de garantir la sécurité des épargnants, les autorités boursières imposent aux sociétés cotées une publication d'informations permanentes d'une part et une publication périodique d'information 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) estiment que l'obligation de transparence représente un coût tant sur le plan stratégique que financier. En outre, l'obligation d'information nécessite une gestion transparente conformément à la réglementation en vigueur (Levasseur, 1997 ; Chemmanur et Fulghieri, 1999 ; Astudillo et al., 2011). Dans le cas du Cameroun, le recensement général des entreprises réalisé par l'Institut Nationale de la Statistique (2009) montre que seulement 42,9% des entreprises camerounaises tiennent une comptabilité écrite contre 57,1% qui ne la tiennent pas du tout. Parmi les entreprises qui tiennent une comptabilité écrite, seules 31,1% aboutissent à une comptabilité formelle. En d'autres termes, ce ne

sont que celles-ci qui parviennent à établir une Déclaration Statistique et Fiscale (DFS). Cette observation révèle que seulement 13% des entreprises publient des données fiables. Dans ces conditions, on constate une faiblesse dans la traçabilité de l'information financière. À côté de cette défaillance dans la production de l'information, il faut noter avec Djongoué (2007) que les chefs d'entreprises en Afrique en général et au Cameroun en particulier, jouissent d'une culture de la confidentialité, car ils évoluent dans une économie de plus en plus ouverte, caractérisée par la mondialisation, la globalisation et le partenariat. Cette attitude ne peut être sans effet tant sur l'accès à la côte que sur le dynamisme du marché financier camerounais. La littérature financière sur les marchés financiers a établi un lien entre l'autonomie managériale et la décision d'ouvrir le capital (Stoughton et Zechner, 1998 ; Fadil, 2005). En effet, l'introduction en bourse modifie considérablement les caractéristiques initiales de l'entreprise, et plus particulièrement sa structure de propriété. Les auteurs partagent l'idée qu'une des conséquences immédiates de l'appel public à l'épargne est une plus grande dispersion de l'actionnariat, souvent suivie d'une perte de contrôle de l'entreprise, plusieurs années après l'introduction en bourse (Brennan et Franks, 1997). Ces mutations ont un effet profond sur l'incitation et l'autonomie de gestion du chef d'entreprise et plus particulièrement des propriétaires-dirigeants.

Cependant, l'étude réalisée par Mello et Parsons (1998) sur la relation entre l'entrée en bourse et la structure de propriété de l'entreprise a montré que l'ouverture du capital génère 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 actionnaires ont des implications sur la décision d'introduction en bourse. Certains dirigeants peuvent mal percevoir l'intrusion des actionnaires externes et donc tenter de protéger le contrôle qu'ils ont au niveau de l'entreprise pour continuer à collecter des bénéfices privés. En outre, la protection du contrôle peut être nécessaire au cas où les objectifs du personnel du dirigeant seraient alors compromis.

Force est de constater que les entreprises camerounaises ne sont pas en marge de ces réalités. L'une des principales caractéristiques de la quasi-totalité de ces entreprises est la non-séparation entre propriété et contrôle. À titre d'illustration, les travaux de Feudjo et Tchankam (2012) montrent que 71% des dirigeants de leur échantillon sont propriétaires ou copropriétaires de leur entreprise. Ces travaux indiquent qu'ils détiennent en moyenne 90% du capital dans 93,5% des entreprises. Ces auteurs estiment que la prise de décision dans ces entreprises est caractérisée par une grande latitude de gestion discrétionnaire et le maintien du pouvoir est au cœur des préoccupations de ces dirigeants. Les introductions en bourse sont alors marquées par une culture hostile du dirigeant liée au partage du pouvoir et à la perte de contrôle.

Suite à cette littérature et dans le souci de pousser l'analyse dans le contexte camerounais, les hypothèses suivantes ont été formulées :

H1 : La confidentialité aux informations de l'entreprise a un effet négatif et significatif sur la décision de l'entreprise à la cotation boursière.

H2 : Le niveau perçu du risque de perte de contrôle a un effet négatif et significatif sur la décision de l'entreprise à la cotation boursière.

H3 : Le niveau d'éducation des dirigeants a un effet négatif et significatif sur leur décision de cotation boursière.

H4 : Le niveau d'expérience des managers a un effet positif et significatif sur leur décision de cotation boursière.

3. Méthodologie de recherche

3.1- Variables de mesure Technique de collecte des données

Les variables structurant cette étude ont constitué la base d'élaboration des questionnaires de collecte des données. Ces variables sont les suivantes :

- Variables Indépendantes :

a- **Confidentialité à l'information financière (CI)** : il s'agit d'une variable indépendante, qui mesure la volonté des entreprises à faire connaître publiquement leurs informations ;

b- **Niveau perçu du risque de perte de contrôle (PC)** : Cette variable mesure le niveau d'acceptation de l'entreprise à laisser de nouveaux investisseurs entrer dans le capital.

Ces deux variables de mesure ont été inspirées des travaux de Tchapga et Feudjo (2016) où ces auteurs les ont érigées en facteurs explicatifs de la réticence des entreprises à la cotation boursière au Cameroun et, antérieurement soutenu par les Guimard (1997), et Brau et al. (2006) dans le contexte français et américain respectivement.

En complément aux variables économiques énumérées, la prise en considération des prescriptions de Williamson (1985), Kamdem (2002) et, Oghojofor et al. (2012) nous a permis d'analyser l'implication des facteurs sociaux sur la décision de cotation boursière des entreprises camerounaises. Ainsi, les variables suivantes ont été arrêtées :

c- **Niveau d'éducation des dirigeants ou propriétaires (E)** : Cette variable mesurera la relation entre le niveau d'éducation des dirigeants et leur décision d'ouvrir le capital de l'entreprise au public ;

d- **Niveau d'expérience des dirigeants (EP)** : cette variable mesure la capacité du niveau d'expérience des dirigeants à avoir une influence sur leur décision de cotation boursière.

- **Variable dépendante :**

La Décision de Cotation Boursière (DCB) est la variable dépendante qui est issue de l'observation faite sur le comportement des entreprises africaines en général et camerounaises en particulier, face au marché financier et de leur propension à l'ouverture du capital au public. Ainsi, nous escomptons une relation négative entre cette variable et les multiples variables indépendantes présentées plus haut.

Une approche quantitative a été utilisée dans le cadre de cette étude. Les données primaires ont été collectées sur la base des questionnaires administrés auprès des 83 entreprises camerounaises cotées et non cotées, obtenues à partir de la base des données de la Direction Générale des Impôts et du centre de création des entreprises. Une concentration a été faite sur les entreprises de moyenne et de grande taille, suite aux exigences minimales en matière de cotation boursière, commune en Afrique centrale. Le questionnaire a été élaboré sur la base de la technique des échelles ordinale, qui a consisté à attribuer aux variables, des nombres à différentes échelles de préférence. Dans le but de mieux les mesurer quantitativement, les variables ont été capturées à partir des réponses aux questions et par la construction des indices suivant la technique de l'Analyse des Correspondances multiples (ACM).

III.2- Spécification du modèle

Une bonne spécification des modèles, ainsi qu'un choix adéquat des méthodes d'estimation, sont nécessaires pour obtenir un résultat fiable, cohérent et interprétable. En effet, les résultats peuvent être complètement déroutants pour le chercheur lorsqu'il s'agit de problèmes de multi colinéarité ou de non stationnarité.

Dans le cadre de cette étude, la technique des moindres carrés ordinaires (MCO) a été adoptée pour l'analyse des données. Le but d'utiliser ce modèle est d'estimer les facteurs qui déterminent la probabilité pour une entreprise de se coter à la bourse. Ainsi, le modèle suivant a été spécifié :

$$Y_i = \beta_0 + \beta_i X_i + \epsilon_i$$

Où Y_i représente la variable dépendante (DCB), X_i est la matrice des variables explicatives ou indépendantes dans l'observation i , β c'est la matrice des paramètres du modèle. Il convient de noter que le modèle ci-dessus donnera de véritables estimations si nous utilisons la technique d'estimation des moindres carrés ordinaires puisque la variable dépendante est une variable quantitative.

L'objectif principal est d'expliquer l'effet des variables explicatives sur la variable de réponse (à expliquer). Pour mieux interpréter nos résultats, il sera question de choisir les β_i qui minimisent la

somme des carrés des résidus. Pour ce faire, nous différencions le modèle ci-dessus pour obtenir le résultat suivant :

La méthode des moindres carrés ordinaires est une procédure technique qui minimise la somme des carrées de résidus à savoir :

$$\sum_{i=1}^n e_i^2 = \sum_{i=1}^n (Y_i - \hat{Y}_i)^2 = \sum_{i=1}^n (Y_i - \hat{\beta}_0 - \hat{\beta}_1 X_i)^2$$

Ainsi, en résolvant le problème de minimisation, on obtient l'équation suivante :

$$\hat{\beta}_1 = \frac{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})(Y_i - \bar{Y})}{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2} = \frac{\sum_{i=1}^n X_i Y_i - n\bar{X}\bar{Y}}{\sum_{i=1}^n X_i^2 - n\bar{X}^2}$$

$$\hat{\beta}_0 = \bar{Y} - \hat{\beta}_1 \bar{X}$$

De façon concrète, ce modèle peut être spécifié comme suit :

DCB = f (CI, PC, E, EP) qui indique que la variable dépendante (DCB) est une fonction des variable indépendante **CI, PC, E, EP**.

DCB= Décision de cotation boursière

CI = Confidentialité à l'information financière

PC = Risque de Perte de Contrôle

E = Niveau d'éducation des managers

EP = Niveau d'expérience des dirigeants

D'un point de vue économétrique, le modèle peut être arrêté est le suivant :

$$\text{DCB} = \beta_0 + \beta_1 \text{CI}^i + \beta_2 \text{PC}^i + \beta_3 \text{E}^i + \beta_4 \text{EP}^i + \varepsilon^i$$

Où $\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3$ et β_4 , sont les paramètres à estimer.

ε = le terme d'erreur de dans l'estimation du modèle.

4. Résultats et discussion

Tableau 1 : Résumé statistique des différents indexe

Variables	Obs	Moyenne	Écart type	MIN	MAX
DCB	84	-.0238285	1.02357	-2.201352	.8636538
CI	84	8.87e-10	1.006006	-2.272671	1.603655
PC	84	-6.70e-09	1.006006	-1.159878	2.464966
E	84	-1.10e-08	1.006006	-1.465988	.7520359
EP	84	9.58e-09	1.006006	-4.116269	.3741497

Source : Auteur

Le tableau ci-dessus présente les caractéristiques des variables en termes de moyennes, d'écart types, de valeurs minimales et maximales. En moyenne, la décision de cotation boursière est de -23,83% avec une dispersion (écart type) de 1,02357. Ceci présente une forte réticence des entreprises camerounaises et d'Afrique centrale à la cotation boursière. En d'autres termes, la

moyenne négative indiquée ci-dessus montre que presque aucune entreprise camerounaise étudiée n'est disposée, par ses décisions, à être cotée sur le marché boursier. Le faible niveau positif des décisions de cotation est confirmé par la valeur minimale et maximale de -2,201352 et 0,8636538 respectivement. La confidentialité sur une moyenne de 0,00000000887% avec un écart par rapport à cette moyenne de 1,006006 montre la faible volonté des entreprises à rendre publiques les informations financières.

Tableau 2 : Régression linéaire post-test

Régression Linéaire				Nombre Obs = 84		
				F (5, 78) = 11.57		
				Prob > F = 0.0000		
				R-carré = 0.7084		
				Root MSE = .81215		
DCB	Coéf.	Robust Erreur Std	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
CI	-.5120542	.1084226	-4.72	0.000	-.727907	-.2962014
PC	.1470719	.1128652	1.30	0.196	-.0776256	.3717693
E	-.1639279	.0946269	-1.73	0.087	-.3523156	.0244598
EP	.1453812	.0757109	1.92	0.058	-.0053476	.2961099
_cons	-.0238285	.0886123	-0.27	0.789	-.200242	.152585

DCB	Coef.	Err. St.	t-valeur	Valeur Prob	[95% Conf	Interval]	Sig
CI	-.512	.108	-4.72	0	-.728	-.296	***
PC	.147	.113	1.30	.196	-.078	.372	
E	-.164	.095	-1.73	.087	-.352	.024	*
EP	.145	.076	1.92	.058	-.005	.296	*
Constante	-.024	.089	-0.27	.789	-.2	.153	
Moyenne var dépendante		-0.024		Écart type var dépendante		1.024	
R-carré		0.708		Nom Obs		84.000	
F-test		11.566		Prob > F		0.000	
Akaike crit. (AIC)		209.200		Bayesian crit. (BIC)		223.785	
*** p<.01, ** p<.05, * p<.1							

Source : Auteur

Nous remarquons du tableau de régression ci-dessus après le test de l'erreur standard robuste, que le R-carré est de 70,84%, ce qui signifie que 70,84% de la variation totale de la variable dépendante sont expliquée par les variables indépendantes de la régression. Indiquant la validité du model spécifié.

Notre fonction initiale était :

$$DCB = \beta_0 + \beta_1 CI_i + \beta_2 PC_i + \beta_3 E_i + \beta_4 EP_i + \varepsilon_i$$

Construit à partir des résultats après le test de Robustesse, l'équation suivante en découle :

$$DCB = -0.2382 - 0.5121CI + 0.1471PC - 0.1639E + 0.1454EP$$

Ces résultats montrent que la décision d'introduction en bourse est une fonction négative de la confidentialité de l'information, une fonction positive du risque de perte de contrôle, une fonction négative du niveau d'éducation des dirigeants et enfin, une fonction positive du niveau d'expérience des dirigeants.

À partir de l'équation, il ressort que la variable dépendante (DCB) est influencée par toutes les variables indépendantes.

La confidentialité à l'information (CI) avec un coefficient de -0.5121, influence négativement la décision de l'entreprise à la cotation boursière. De plus, avec une valeur de probabilité de 0, cette variable indépendante reste significative à un niveau de 1%, ce qui permet de valider l'hypothèse H1.

Le risque de perte de contrôle (PC) avec un coefficient de 0,1471, influence positivement la décision de l'entreprise d'être cotée sur le marché financier. Avec une valeur de probabilité de 0,196, nous pouvons dire que cette variable indépendante est non significative au niveau de 10% et entraîne le rejet de l'hypothèse H2.

Le niveau d'éducation (E) des managers présente un coefficient de -0,1639, montrant qu'il influence négativement la décision de l'entreprise d'être cotée sur le marché financier. Avec une valeur de probabilité de 0,087, cette variable indépendante est significative au niveau de 10%. Enfin, le niveau d'expérience (EP) des dirigeants a un coefficient de 0,1454 et une valeur p de 0,058. Cela signifie que cette variable indépendante, significativement au niveau de 1%, influence positivement la décision de cotation boursière de l'entreprise. Ainsi, les hypothèses H3 et H4 sont validées.

Cette étude avait pour objectif d'analyser les facteurs explicatifs de la réticence des entreprises à la cotation boursière au Cameroun, depuis près de vingt années d'existence des marchés financiers en zone Afrique centrale. Cette enquête a été réalisée en effectuant une régression intégrant les facteurs de réticence. Plus précisément, elle a considéré des variables telles que la confidentialité de l'information, le risque de perte de contrôle, le niveau d'éducation des dirigeants et le niveau d'expérience des dirigeants, ajoutés à la perception du marché boursier comme variable de contrôle. Les résultats ont montré que la confidentialité à l'information affecte négativement et significativement la décision de l'entreprise d'être cotée en bourse. Ce résultat suggère qu'il existe une relation indirecte entre la confidentialité de l'information et la décision de s'inscrire sur le marché financier ou boursier. C'est le cas dans l'économie camerounaise d'aujourd'hui, car la plupart de la population étudiée a montré qu'elle était bien informée de l'importance du marché financier pour la croissance de ses entreprises. Bien que, d'après l'entretien réalisé avec les entreprises non cotées, l'absence des entreprises camerounaises sur le marché boursier se justifie par la contrainte de publier des informations sur les activités de l'entreprise.

Nous pouvons donc déduire des résultats que, plus le dirigeant se méfie d'une publication, moins il décidera de coter son entreprise sur le marché financier. De plus, plus la fréquence de publication des informations par le dirigeant sera élevée, moins il cotera son entreprise sur le marché financier.

Aussi, ces résultats renforcent la validité de l'idée avancée par Tchapga et Feudjo (2016) à partir de leur étude menée sur l'économie camerounaise. Ils corroborent également ceux obtenus par Guimard (1997) et Brau et al. (2006) à partir de leurs études menées respectivement dans le contexte français et américain. Ils ont souligné que la perte de confidentialité des informations de l'entreprise a un impact significatif sur la décision d'aller sur le marché financier prise par le dirigeant.

À partir du résultat obtenu et repris dans l'équation globale, nous remarquons que la décision d'entrée en bourse est une fonction positive du risque de perte de contrôle. Par conséquent, il existe une relation directe entre la décision d'entrée en bourse et le risque de perte de contrôle de l'entreprise. Malheureusement, sa valeur de probabilité montre qu'elle affecte positivement mais non significativement les décisions d'entrée en bourse. Ceci s'explique par les résultats de l'enquête menée qui démontre que de nombreuses entreprises camerounaises sont prêtes au partage de leur pouvoir de contrôle de l'entreprise avec de nouveaux investisseurs. Nous pouvons donc déduire de notre

résultat que, le niveau perçu de perte de contrôle n'est pas un facteur influent et ne peut plus être considéré comme un obstacle clair à la décision de cotation boursière des entreprises camerounaises. Ce résultat contredit ceux de Tchapgga et Feudjo (2016), où ils confirment que le niveau de perte de contrôle perçu affecte directement et négativement les décisions des entreprises à s'introduire en bourse. Aussi, les résultats obtenus sur ce point ne corroborent pas avec ceux de Zingales (1995) et Roëll (1996) qui ont confirmé l'hypothèse selon laquelle le risque de perte de contrôle de l'entreprise est négativement lié à la décision d'introduction en bourse, ceux de Steffen et Zanini (2014) qui indiquent que la principale raison de la réticence des entreprises à la cotation boursière est le désir de préserver le contrôle et la propriété des entreprises.

Comme nouveau facteur d'influence étudié sur la décision de cotation sur le marché financier, nous découvrons à partir des résultats que la décision de cotation en bourse est une fonction négative du niveau d'éducation des dirigeants. Il en ressort que plus le niveau d'éducation des dirigeants des entreprises camerounaises est faible, plus élevé est leur décision de réticence face à la cotation boursière. Ceci est confirmé par le fait que la plupart des entreprises camerounaises sont familiales, et sont totalement contrôlées par des dirigeants ou des managers à faible niveau d'éducation qui ne s'intéressent pas vraiment la culture de la croissance de l'entreprise mais, plutôt au transfert de leurs propriétés d'une génération à l'autre tel que le confirme Feudjo et Tchankam (2012) qui ont démontré que 71% des managers de leur échantillon sont propriétaires ou copropriétaires de leurs entreprises au Cameroun.

Enfin, la décision de cotation boursière est une fonction positive du niveau d'expérience des dirigeants. Ceci montre qu'il existe une relation directe et significative entre les deux variables. Nous pouvons en déduire que plus l'expérience des dirigeants en matière de gestion boursière est faible, moins est favorable leur décision de cotation boursière et vice versa. Ce résultat est dû au fait que, la quasi-totalité des managers de la population étudiée n'ont jamais effectué d'opération en bourse et ne participent pas à des séminaires et ateliers sur les marchés financiers.

À partir des résultats obtenus, cette étude a expliqué théoriquement et empiriquement, le nombre faible d'entreprises camerounaises cotées en bourse. Ceci, en raison du haut niveau de confidentialité à l'information exprimé par les dirigeants à travers le faible taux de publication de l'information, le faible niveau d'éducation des dirigeants de l'entreprise ainsi que leur niveau d'expérience sur la gestion du marché boursier.

5. Conclusion

Cette étude visait à analyser les facteurs expliquant la réticence des entreprises camerounaises à la cotation boursière, malgré l'existence des marchés financiers en Afrique centrale depuis près de vingt ans. En se basant sur une analyse quantitative des facteurs économiques et sociaux, il est possible de conclure que des éléments tels que la confidentialité de l'information, le niveau d'éducation et l'expérience des dirigeants dans la gestion des marchés financiers influencent leur comportement, les rendant réticents, de manière volontaire ou involontaire, à l'égard de la cotation boursière. Les résultats démontrent que la population étudiée accorde plus d'importance aux informations financières produites à des fins internes qu'à leur diffusion publique.

Conformément à des recherches antérieures, le niveau perçu de perte de contrôle a été identifié comme un facteur de réticence ayant un effet négatif et significatif sur la décision de cotation boursière des entreprises camerounaises. Malheureusement, cette étude révèle un résultat contradictoire. En effet, tant sur le plan théorique que pratique, l'analyse quantitative basée sur la technique des moindres carrés ordinaires révèle un effet positif et significatif de ce facteur sur la variable dépendante, indiquant ainsi une évolution de la volonté des managers camerounais de partager le pouvoir de contrôle de leurs entreprises. Ce résultat témoigne d'une évolution du comportement des dirigeants face aux besoins financiers de l'entreprise, même si la question de la primauté de la comptabilité d'obligation sur la comptabilité d'information demeure irrésolue.

Par ailleurs, d'autres facteurs tels que le coût de la cotation, la pression fiscale, la qualité des textes juridiques et la durée des procédures administratives ont été identifiés comme des obstacles potentiels à la cotation boursière pour les entreprises camerounaises. Enfin, cette étude confirme que

non seulement les facteurs économiques identifiés par les chercheurs précédents ont un impact sur les décisions de cotation boursière des entreprises camerounaises, mais aussi les facteurs sociaux tels que le profil des managers camerounais, caractérisé par leur niveau d'éducation et d'expérience dans la gestion des marchés financiers, influencent de manière significative leurs décisions de cotation boursière.

Ainsi, nous recommandons aux autorités des marchés financiers d'améliorer la communication avec les autorités administratives et les entreprises, notamment en organisant des séminaires et des ateliers de formation. De plus, il serait judicieux d'optimiser les conditions de cotation boursière pour permettre aux nouvelles entreprises et aux petites entreprises d'accéder aux opportunités offertes par le marché financier pour leurs besoins en investissement. Les dirigeants d'entreprises devraient également prévoir du temps pour participer aux séminaires et aux ateliers organisés par les autorités des marchés financiers, développer leur curiosité quant à la gestion des marchés financiers et privilégier la comptabilité d'information au détriment de la comptabilité d'obligation car, ces éléments sont indispensables au développement du marché et à l'atteinte de son efficacité.

Cette étude présente certaines limites et lacunes. Une mauvaise spécification de la relation entre les variables ou une modélisation inadéquate peuvent entraîner des erreurs d'interprétation. De plus, il est possible que la qualité des répondants, leur relation avec l'entreprise et les données collectées aient évolué, ce qui peut modifier certaines réalités et les résultats de cette étude. De plus, les variables de mesure utilisées ne sont pas exhaustives, la dimension sociale et culturelle du comportement des dirigeants d'entreprises doit de plus en plus faire l'objet d'étude approfondie afin d'aboutir à des résultats plus affinés et susceptibles d'être généralisés à l'ensemble des entreprises camerounaises.

6. Références

- Astudillo, A., Braun, M., & Castaneda, P. (2011). The going public decision and the structure of equity markets. *Journal of International Money and Finance*.
- Bradshaw, Y., & Wallace, M. (1991). Informing generality and explaining uniqueness: the place of case studies in comparative research (Vol. 32, No. 1-2). *International Journal of Comparative Sociology*.
- Brau, J., Ryan, P., & Degraw, I. (2006). Initial Public Offerings: CFO perceptions. *The Financial Review*.
- Brennan, M. J., & Franks, J. (1997). Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity in the U.K. *Journal of Financial Economics*.
- Cause, G., & Mandzila, E. (2018). *L'Afrique, source d'innovation managériale : son modèle d'entreprise*. Harmattan.
- Cheng, S., & Shiu, C. (2007). Investor protection and capital structure: international evidence (Vol. 17, No. 1). *Journal of Multinational Financial Management*.
- Djongoué, G. (2007). *Fiabilité de l'information comptable et gouvernance d'entreprise: une analyse de l'audit légal dans les entreprises camerounaises*. France, Université Catholique de Lille.
- Domingo, G. P. L., & Durendez, A. (2011). A strategic decision for growth, financing and survival of small and medium family businesses: Going public in an Alternative Stock Market (MAB) (Vol. 1, No. 8). *Economics and Finance Review*.
- Hautcoeur, P. C. (2008). *Marchés financiers et développement économique : une approche historique, Regards croisés sur l'économie*.
- Kamdem, E., & Chetchoua, K. D. (2015). *L'obligation d'accommodement raisonnable dans le management de la diversité au Cameroun: une perspective juridique*. Harmattan.
- 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*.
- Mello, A., & Parsons, J. (1998). Going public and the ownership structure of the firm. *Journal of Financial Economics*.
- Meoli, M., Migliorati, K., Paleari, S., & Vismara, S. (2012). The Cost of Going Public: A European Perspective (Vol. 2, No. 2). *International Journal of Economics and Management Engineering*.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction (Vol. 53, No. 3). *American Economic Review*.
- Monda, L. L., & Mayeglé, F.-X. (2019). *La réticence à la cotation boursière: explications théoriques et lecture des enseignements tirés des réalités boursières camerounaises*. François-Xavier.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have (Vol. 13, No. 2). *Journal of Financial Economics*.
- Nakhaie, H., & Zadeh, A. E. (2011). The study of cultural development obstacles of capital market in Iran (Vol. 11). *International Conference on Financial Management and Economics IPEDR*.

- Nkontchou, C. (2010). La récente montée en puissance des marchés financiers africains. *La Revue de Proparco*.
- Oghojafor, B., Idowu, A., & George, O. J. (2012). Application of management theories and philosophies in Nigeria and their associated problems (Vol. 3, No. 12). *International Journal of Business and Social Science*.
- Pagano, M., Panetta, F., & Zingales, L. (1998). Why do companies go public? An empirical analysis (Vol. LIII, No. 1). *Journal of Finance*.
- Parsons, J., & Mello, A. (1998). Going public and the ownership structure of the firm. *Journal of Financial Economics*.
- Röell, A. (1996). The decision to go public: an overview (Vol. 40). *European Economic Review*.
- Souleymanou, K., & Hikkerova, L. (2018). Les défaillances de communication financière des entreprises camerounaises (Vol. 35, No. 2018/1). *Gestion 2000*.
- Steffen, H. C., & Zanini, F. A. M. (2014). Opening or not capital in Brazil: A practice analysis of perception of financial executives (Vol. 12, No. 4). *Brazilian Review of Finance*.
- Stoughton, N. M., & Zechner, J. (1998). IPO-mechanisms, monitoring and ownership structure. *Journal of Financial Economics*.
- Tchankam, J. P., Feudjo, J. R., Gandja, R., & Valant, S. (2016). The determinants of financial structure: how to explain the paradox of insolvency and debt among SMEs in Cameroon? (Vol. 36, No. 1). *Research in International Business and Finance*.
- Williamson, O. E. (1988). Corporate finance and corporate governance (Vol. 43, No. 3). *The Journal of Finance*.
- Yosha, O. (1995). Information disclosure costs and the choice of financing source. *Journal of Financial Intermediation*.
- Zingales, L. (1995). Insider ownership and the decision to go public. *Review of Economics Studies*.