

Perceived Risk and Listing of Manager's Firms: an Application in Cameroon

Christel Corine Tchappa Djeukui¹

RESUME :

Le marché financier au Cameroun représente un champ fertile d'investigation dont le dynamisme nécessite une certaine curiosité dans un environnement marqué par la surliquidité des banques, le rationnement de crédit aux entreprises, et par là, les difficultés de financement à long terme de ces dernières. En dépit de son potentiel et des avantages de tout ordre que peut conférer ce marché financier aux entreprises, l'on remarque que les dirigeants d'entreprises au Cameroun ne parviennent pas à saisir les opportunités qui leurs sont offertes par ce dispositif de désintermédiation financière. Cette étude est consacrée à la compréhension du phénomène boursier au Cameroun, notamment en termes de facteurs explicatifs de l'accès en cote des dirigeants d'entreprises. Dans ce contexte, l'objectif de cet article consiste à essayer de déterminer dans quelle mesure le risque perçu par le dirigeant guide son comportement face aux choix financiers. Pour répondre à cet objectif, une enquête a été réalisée par entretien direct et par administration d'un questionnaire auprès d'un échantillon de 97 dirigeants. L'étude révèle que le risque perçu par le dirigeant est significativement lié à la décision d'accès en cote de son entreprise.

Mots clés : Risque perçu, Marché financier, accès en cote, dirigeant, entreprise

ABSTRACT:

Cameroon's financial market is the main platform for securities exchange in central Africa. Thus, it represents an interesting environment that needs to be investigated, the dynamism of which calls for a certain curiosity as it is an environment marked by banks over liquidity, credit rationing to enterprises that yield to difficulties in subsidising the latter on the long term. Despite of its potential and the rights of all sorts vested in the enterprises of the financial market, we notice that Cameroonian managers of enterprises are unable to seize the opportunities offered to them through this financial disintermediation system. This study dwells on the understanding of the stock exchange phenomenon in Cameroon, especially as a descriptive factor of the stock exchange intention of the manager's firms. In this context, the paper aims at determining to what extent perceived risk of manager can account for their attitudes about financials choices. To achieve this objective, a survey has been conducted by means of direct interviews with 97 managers. The results show a close relationship between perceived risk and decision of initial public offering.

Keys words: Perceived risk, financial market, initial public offering, manager, firm

Introduction

Au cours des deux dernières décennies, les marchés financiers se sont considérablement développés dans le contexte africain. Les travaux de Standley (2010) affirment que, 10 milliards de dollar de capitaux ont été levés sur les places boursières africaines entre 2007 et 2009. Par conséquent, l'émergence d'un marché financier dans un pays ou dans un groupe de pays a pour finalité le financement de l'économie de ces pays par appel public à l'épargne. Cette dynamisation de l'économie favorise une levée de fonds durables pour le financement des investissements à long terme, directement auprès d'un éventail assez large d'investisseurs en liquidités. Une telle initiative permet aux agents économiques (entreprises et Etat) d'avoir de nombreuses possibilités d'arbitrage entre différentes modalités de financement, afin d'allouer les ressources économiques de manière efficace et efficiente.

¹ Ph.D en Sciences de Gestion (Finance), Université de Ngaoundéré, Cameroun chrisco@yahoo.fr

Dans le cas singulier de l'Afrique Centrale en général et du Cameroun en particulier, le marché financier a été créé dans un contexte de libéralisation accrue et de passage d'une économie d'endettement vers une économie de marché. Cependant, le dénouement des transactions sur ce marché a montré une infime participation de cet instrument au financement de l'économie camerounaise, comparativement à celle du secteur bancaire. Dans ces conditions, un constat saisissant s'impose à savoir : la sous-estimation de l'importance de la bourse des valeurs par les dirigeants d'entreprises. Plus précisément, la quasi-absence des titres de capital entrave l'animation véritable et efficace de cet instrument de financement. Pourtant, ce marché devrait être en phase de croissance vingt ans après sa création. Aussi, la Bourse des valeurs mobilières de l'Afrique centrale (BVMAC) semble être plutôt à la croisée des chemins et ce, en dépit d'une épargne oisive disponible pour des actifs financiers de qualité. Ainsi, il nous a paru important de nous intéresser à l'influence du risque perçu sur l'accès en cote des dirigeants d'entreprises.

La première partie de cette réflexion repose sur une revue de littérature des introductions en bourse tandis que la deuxième met l'accent sur la méthodologie adoptée et les résultats obtenus.

I. L'introduction en bourse : une revue de littérature

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

I.1. Les théories explicatives des introductions en bourse

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

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

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

La décision d'introduction en bourse a des conséquences importantes dans la vie de toute entreprise. A cet effet, elle découle d'un arbitrage entre les gains d'une diversification pour le dirigeant, le coût irréversible de la perte de contrôle par une offre publique et les coûts directs de l'introduction en bourse. A la lumière des théories explicatives de l'introduction en bourse, il s'avère important d'identifier l'impact du risque perçu par le dirigeant sur l'accès en cote de son entreprise.

I.2. Relation entre le risque perçu par le dirigeant et la décision d'introduction en bourse de son entreprise

Les développements de la littérature financière sur les marchés financiers ont établi un lien entre l'autonomie managériale et la décision d'ouverture du capital (Stoughton et Zechner, 1998 ; Fadi, 2005). En effet,

L'introduction en bourse change considérablement les caractéristiques initiales de l'entreprise, et plus précisément sa structure de propriété.

Les auteurs partagent l'idée selon laquelle l'une des conséquences immédiates de l'appel public à l'épargne est la plus grande dispersion de l'actionnariat, souvent suivi par une perte de contrôle de l'entreprise, plusieurs années après la cotation en bourse (Brennan et Franks, 1997). Ces mutations ont un profond effet sur l'incitation et l'autonomie managériales du dirigeant d'entreprise et plus précisément des dirigeants propriétaires.

La théorie de l'agence estime qu'une ouverture du capital est une source de conflits entre les différents acteurs de l'actionnariat de l'entreprise. C'est la raison pour laquelle Jensen et Meckling (1976) distinguent les actionnaires *insiders* (actionnaires internes et dirigeants) des actionnaires *outsiders* (actionnaires externes). D'une manière générale, l'introduction en bourse stimule chaque acteur concerné à la maximisation de son utilité. En effet, la dilution de l'actionnariat pourrait conduire le dirigeant à perdre son statut d'actionnaire majoritaire. À partir du moment où le dirigeant propriétaire détient une faible part du capital de son entreprise, il sera incité à augmenter ses prélèvements de bénéfices privés (Pagano et Röell, 1998). Dans ce cas, la délégation du pouvoir serait source de conflits. Zingales (1995) et Stoughton et Zechner (1998) pensent que l'origine de ces différents conflits se justifie dans la mesure où les dirigeants d'entreprises ont leurs buts personnels, leurs propres stratégies, et sont donc actifs dans leurs projets entrepreneuriaux. Il serait anormal qu'ils n'essayent pas en fonction des contraintes qui leur sont infligées, de réaliser leurs buts. Ceci est d'autant plus plausible lorsque les dirigeants sont impliqués affectivement, personnellement dans leur entreprise, jusqu'au recours au financement extérieur caractérisé par un contrôle exclusif. Il est donc peu probable qu'ils s'effacent complètement devant de nouveaux actionnaires.

Les travaux de Mello et Parsons (1998) et Maksimovic et Pichler (2001) quant à eux, montrent que l'introduction en bourse est un processus complexe à cause de la dispersion de la propriété et de la formation des blocs de contrôle. Lors des introductions en bourse, ces auteurs soulignent que certains investisseurs passifs resteront détenteurs d'un nombre relativement faible des actions de l'entreprise, tandis que d'autres chercheront un grand bloc d'actions et seront préparés à intervenir activement dans la gestion courante de l'entreprise. Partant de ce constat, l'introduction en bourse d'une entreprise pose certains problèmes aux actionnaires initiaux. D'une part, ces actionnaires se doivent de convaincre le marché par des opérations crédibles ; d'autre part, ils doivent accepter une ouverture du capital et donc, dans une certaine mesure, un partage du pouvoir. Sur la base de la théorie de l'agence, l'influence de la discipline du marché financier inciterait les dirigeants à prendre des décisions allant dans le sens des intérêts des actionnaires (Jensen et Meckling, 1976). De même, Yeh et al. (2008) pensent que les actionnaires majoritaires ont un pouvoir financier important, susceptible de surveiller strictement l'équipe dirigeante. A ce titre, leurs actions peuvent atténuer les coûts d'agence. Par ailleurs, ces auteurs soulignent qu'au-delà de ce contrôle des dirigeants, d'autres coûts d'agence peuvent survenir entre les actionnaires majoritaires et les actionnaires minoritaires. En effet, ces derniers peuvent poursuivre leurs propres intérêts en expropriant les actionnaires minoritaires (Yin, 2008). C'est la raison pour laquelle Pagano et Röell (1998) affirment que ces différentes formes de conflits d'intérêts entre les différents acteurs de l'actionnariat ont des implications intéressantes sur la décision d'introduction en bourse.

Les travaux d'Arash et al. (2008) montrent que, la divergence d'intérêts et la préservation du pouvoir constituent des causes déterminantes et importantes de la décision d'introduction en bourse. Les auteurs soulignent que la conservation du contrôle est très importante pour les dirigeants-propriétaires et très faible pour les actionnaires non-dirigeants. Dans ces conditions, le désir des dirigeants de préserver le contrôle est associé à leurs latitudes d'effectuer des prélèvements personnels. De ce fait, les dirigeants appréhendent l'ouverture du capital comme une menace quant à l'étendue de leurs pouvoirs (Zingales, 1995 ; Helwege et Packer, 2009).

Si le dirigeant envisage une ouverture du capital tout en étant conscient du partage de pouvoir auquel il sera confronté, la surveillance du marché peut considérablement influencer cette décision. En effet, Fadil (2005) et Brau et al. (2006), ont souligné que le marché financier intervient comme un système de contrôle contraignant pour l'équipe dirigeante. Ce système de contrôle intervient systématiquement de plusieurs manières. D'une part, il est offert aux actionnaires mécontents, la possibilité de vendre leurs titres. Cette vente entraîne automatiquement une baisse de la valeur de l'entreprise sur le marché. Cette baisse occasionnera plusieurs conséquences néfastes pour les dirigeants. Il s'agit entre autres d'une baisse de leur rémunération s'ils possèdent des actions ou si leur rémunération est indexée sur le cours, d'une difficulté à émettre de nouveaux titres et d'une baisse de leur valeur sur le marché du travail. Il convient de rappeler que le marché des cadres dirigeants joue un rôle particulier dans la mesure où, la valeur de son capital

humain dépend de la performance de l'entreprise qu'il gère. Dans ce cas, sa perte de valeur pourrait conduire au recrutement d'un dirigeant plus performant.

A cet effet, le dirigeant peu performant se confrontera à une perte d'emploi. D'autre part, le marché financier offre la possibilité à une entreprise de prendre le contrôle d'une autre, à travers les menaces de fusions/acquisitions et de prises de contrôle qui y sont présentes (Brau *et al.*, 2003 ; Brav *et al.*, 2006). Ces phénomènes permettent grâce au transfert de contrôle, d'éliminer les entreprises mal gérées.

Relativement au contrôle strict du marché financier, les résultats de l'étude de Brennan et Franks (1997) affirment que si le dirigeant détenait 41,97% du capital de l'entreprise avant la cotation, cette part serait réduite à 35,30% un an après l'introduction. Consécutivement, les auteurs soulignent que la dégradation du pourcentage détenue par le dirigeant se ramènerait à 28,89% trois ans après son introduction ; par la suite, le dirigeant serait confronté à une perte totale de la propriété de l'entreprise. En conséquence, les auteurs ont examiné le destin de chacune des 43 entreprises de leur échantillon, dix ans après leur introduction en bourse. Onze (11) entreprises sur les quarante-trois (43) ont été soumises à une prise de contrôle hostile. Les résultats de l'étude de Hanson et Song (2006) montrent que les activités de prise de contrôle réduisent le capital humain du dirigeant et augmentent considérablement le risque qu'il supporte. Annette et Stegemoller (2008) et Kau *et al.* (2008) pensent que les prises de contrôle entraînent un transfert total de la propriété de l'entreprise lorsque le dirigeant n'est pas attentif aux actions du marché.

II. Méthodologie d'analyse et résultats

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

La validation de ce travail se déroule en deux étapes. Nous débutons par une analyse en composantes principales pour résumer le mieux possible les informations issues des variables utilisées pour l'analyse. Une fois les principaux axes factoriels déterminés, nous mesurons les liens qui existent entre les différentes variables et l'accès en cote des entreprises de notre échantillon, en utilisant la régression linéaire multiple.

II.1. Construction du questionnaire et échantillonnage

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

II.2. Purification de l'échelle de mesure

La validité et la fiabilité sont les deux critères les plus retenus pour évaluer la pertinence des échelles de mesure. Dans ces conditions, nous avons évalué l'unidimensionnalité de nos construits en fonction des réponses obtenues. Sur la base d'une analyse en composantes principales, le tableau 1 présente une synthèse des résultats obtenus à la suite des différentes étapes permettant d'épurer notre échelle.

Les principaux axes factoriels susceptibles d'expliquer le risque de perte de contrôle perçu par les dirigeants (tableau 1), nous permet d'identifier les observations suivantes :

- La première dimension extraite permet d'expliquer 54,548% de la variance du phénomène. La deuxième dimension explique 11,004%. La troisième dimension explique 10,361% ;
- La variance cumulée estimée à 75,914%, permet d'évaluer si la réduction de 11 variables à 3 composantes permet de conserver l'essentiel du phénomène mesuré par les 11 variables de départ ;

- L'indice de KMO est également de 0,803 ; ce qui veut dire que l'ensemble des items est moyennement cohérent. Notre test de Bartlett évalué à 720,522 est significatif. Dans ces conditions, notre modèle factoriel est approprié ;

- L'homogénéité de cette échelle peut être considérée comme satisfaisante, car notre alpha est de 0,911. A cet effet, notre échelle est fiable.

-

Tableau 1: La variance totale relative au risque de perte de contrôle perçu par le dirigeant

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

Méthode d'extraction : Analyse en composantes principales.

Source : Auteur

II.3. Résultats et discussions

- *Résultats univariés*

Le contrôle de l'opérationnalisation du risque de perte de contrôle perçu par le dirigeant que nous avons réalisé précédemment, nous a permis d'identifier trois principaux axes. Il s'agit du risque perçu lié à la perte du pouvoir décisionnel, du risque perçu lié à la multiplicité des conflits et du risque perçu lié à la perte de la propriété de l'entreprise. Ces axes seront utilisés dans le cadre d'un test de l'hypothèse y rattachée.

A partir d'une analyse descriptive des items de mesure du risque de perte de contrôle perçu, nous sommes parvenus à élaborer le tableau 2 qui nous fournit la répartition des dirigeants de l'échantillon en fonction du risque perçu.

Tableau 2: Réactions des dirigeants aux critères du risque de perte de contrôle perçu

Codes	Libellés	Moyenne (\bar{X})	Ecart type (σ)
CONFLITS	Conflits en cas d'élargissement de l'actionnariat	3,49	1,276
ETRANGER	Refus d'intégration des étrangers	4,07	0,960
PEURAUTO	Peur de perdre l'autonomie décisionnelle	4,03	1,075
LATDISCRET	Latitude discrétionnaire dans la prise de décision de financement	4,08	0,920
REFPEREXT	Refus d'intégration des personnes extérieures dans la prise de décision	3,70	1,042
PRISCTRL	Peur d'une prise de contrôle	3,97	0,984
CRAINCHAN	Crainte d'un changement de l'équipe dirigeante	3,68	1,263
PEURCONC	Peur d'une intrusion des concurrents dans la base	4,24	0,826

	actionnariale		
PEURGENE	Peur de ne pas transmettre l'entreprise à la génération future	4,24	1,028
IDEEAUTRUI	Prise en compte des idées d'autrui dans la gestion de l'entreprise	3,33	1,077
PERDPROP	Peur de perdre la propriété de l'entreprise	4,14	1,041

Source : Auteur

En réponse à leurs perceptions du risque de perte de contrôle liée à l'introduction en bourse de leurs entreprises, les dirigeants affirment dans l'ensemble qu'ils ont une crainte qui développe un comportement financier implicite. En effet, l'observation des résultats du tableau ci-dessus nous montre un consensus plus significatif sur la peur d'une intrusion des concurrents de l'entreprise dans la base actionnariale (soit une moyenne de 4,24), accompagnée d'une peur d'intransmissibilité du patrimoine entrepreneurial à la génération future (soit un écart type de 1,028 pour une moyenne de 4,24). En outre, les résultats de l'analyse univariée nous montrent que, 58,7 % des dirigeants de l'échantillon ont peur des différents conflits qui pourraient survenir en cas d'introduction en bourse. 81,44% ont peur d'une intégration dans la base actionnariale des étrangers ou actionnaires non nationaux. A titre illustratif, un dirigeant d'une grande entreprise a déclaré : « Dans cette entreprise, je contrôle tout. La prise de décision n'est pas décentralisée. Cet empire est le résultat de la sueur de mon front. Je ne peux pas la laisser sous le contrôle d'une autre personne... ». En conséquence, 76,29 % partagent ce point de vue. De même, une plus grande majorité des dirigeants ont peur des opérations de fusions/acquisitions présentes sur les marchés financiers (80,41%), 85,57 % ont peur de perdre la propriété de leur entreprise. Par contre, les idées sont partagées autour de la peur du changement de l'équipe managériale de leur entreprise (soit un taux représentatif de 62,87 %).

- *Résultats multivariés et spécification du modèle*

Les résultats de la relation entre le risque de perte de contrôle perçu par le dirigeant et l'accès de son entreprise en cote sont décrits dans le tableau 3.

Tableau 3 : Récapitulatif du modèle

Eléments	Ddl	Σ des carrés	F	Sig. F	Analyse du modèle			
					Variables	« t »	Sig.	Bêta
Régression	3	23,538	14,796	0,000	Perte du pouvoir décisionnel	-1,401	0,165*	-0,122
Résidus	93	60,792			Multiplicité des conflits	-5,934	0,000	-0,514
Total	96	84,330			Perte de la propriété de l'entreprise	-2,534	0,013	-0,220
R ² : 0,333					R Multiple : 0,577			

* Non significatif au seuil fixé à 5%.

Source : Auteur

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

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

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

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

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

Une vue d'ensemble de ces résultats montre que, le coefficient de régression du risque perçu de perte du pouvoir décisionnel n'est pas significatif au seuil de 5%. En outre, le risque perçu lié à la multiplicité des conflits influence le plus et significativement l'absence en cote des entreprises. De plus, le risque perçu de perte de propriété de l'entreprise n'est pas en marge de cette réalité. Compte tenu du sens de l'estimation des différentes valeurs du

coefficient Béta, nous pouvons conclure que le risque de perte de contrôle perçu par le dirigeant est une fonction linéaire négative de l'introduction de son entreprise en bourse. Autrement dit, plus le risque de perte de contrôle perçu par le dirigeant est élevé, moins il décidera de faire coter son entreprise en bourse.

Nous avons pu démontrer par le test de régression linéaire multiple, que l'aversion au risque de perte de contrôle de l'entreprise influence négativement la décision de cotation en bourse. En revanche, le goût du risque caractérisé par un niveau de perception assez faible est positivement lié à cette décision de cotation. Ces conclusions vont dans le même sens que celles de Zingales (1995) et Roëll (1996) qui confirment l'hypothèse selon laquelle le risque de perte de contrôle de l'entreprise est négativement relié à la décision d'introduction en bourse. Dans cette perspective, les facteurs de réticence rattachés au risque perçu par les dirigeants en contexte camerounais sont : la multiplicité des conflits liés à l'ouverture du capital, l'inclusion des actionnaires non nationaux et concurrents dans la base actionnariale, la perte de l'autonomie décisionnelle, la vulnérabilité aux prises de contrôle fréquentes sur les marchés financiers, la sous performance entraînant un changement de l'équipe dirigeante, la conservation et la transmission de la propriété de l'entreprise. Certains dirigeants peuvent mal percevoir l'intrusion d'actionnaires externes et tenter en conséquence de protéger le contrôle qu'ils ont au niveau de l'entreprise pour continuer à prélever des bénéfices privés. En plus, la protection du contrôle peut être nécessaire au cas où les buts personnels du dirigeant s'avèrent alors compromis.

Conclusion

Cette étude a consisté à évaluer l'influence du risque perçu par le dirigeant sur la décision d'introduction en bourse de son entreprise. Remarquons que, l'observation du dénouement des transactions sur le marché financier camerounais a montré une faible participation des entreprises. Pourtant, l'objectif de création de cette bourse était de faciliter la rencontre entre les agents à capacité et ceux à besoin de financement.

Conformément à la théorie de l'agence, les résultats de cette étude montrent que la variance de l'accès en cote du dirigeant est attribuable aux trois dimensions de son niveau de risque de perte de contrôle perçu. Dans cette perspective, les risques associés à la multiplicité des conflits liés à l'ouverture du capital, à l'inclusion des actionnaires non nationaux et concurrents dans la base actionnariale, à la perte de l'autonomie décisionnelle, la vulnérabilité aux prises de contrôle fréquentes sur les marchés financiers, le risque associé à la sous performance pouvant entraîner un changement de l'équipe dirigeante, le risque de non conservation et de non transmission de la propriété de l'entreprise représentent des facteurs de réticence des dirigeants confrontés à une opportunité de cotation. Les résultats de cette étude montrent que, plus le niveau de risque perçu sera élevé, moins le dirigeant introduira son entreprise en bourse.

REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Arash A., Pham P. K. et Toan M. P. (2008), "Pre-IPO ownership structure and its impact on the IPO process", *Journal of Banking & Finance Vol.32*, pp. 2361–2375.
- Annette B.P. et Stegemoller M. (2008), "Moving from Private to Public Ownership: Selling Out to Public Firms versus Initial Public Offerings", *Financial Management Vol.37*, pp. 81-101.
- Bradley, D.J., Jordan, B.D. et Ritter, J.R. (2003), The quiet period goes out with a bang, *Journal of Finance*, 58 : 1, 1–36.
- Brau J.C., Francis B. et Kohers N. (2003), "The choice of IPO versus takeover: Empirical evidence", *Journal of Business Vol.76, Issue 4*, pp.583–612.
- Brau, J., Ryan, P. et Degraw, I. (2006), Initial Public Offerings : CFO perceptions, *The Financial Review*, 41, 483-511.
- Brav A., Brav O. et Jiang W. (2006), "The Choice of Going Public and Going Private: Evidence from UK", Version PDF, en ligne sur le site <http://www.researchgate.net>, pp.35.
- Brennan, M.J. et Franks, J. (1997), Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity in the U.K., *Journal of Financial Economics*, 45, 391-413.
- Chemmanur, T. et Fulghieri, P. (1999), A theory of the going-public decision, *The Review of Financial Studies*, 12 : 2, 249-279.
- Domingo, G.P.L., Durendez, A. et Marino, T. (2011), A strategic decision for growth, financing and survival of small and medium family businesses : Going public in an Alternative Stock Market (MAB), *Economics and Finance Review*, 1 : 8, 31-42.

- Fadil, N. (2005), Introduction en bourse, conduite stratégique et performance des moyennes entreprises françaises : une étude empirique, *Revue internationale PME*, 18 : 3-4, 125-148.
- Hanson R.C. et Song M.H. (2006), “Corporate Governance and Asset Sales: The Effect of Internal and External Control Mechanisms”, *The Financial Review Vol.41*, pp.361-386.
- Helwege J. et Packer F. (2009), “Private matters”, *Journal of Financial Intermediation, Vol.18*, pp.362–383.
- Jensen M.C. et Meckling W.H. (1976) “Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and owner structure”, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, p. 305 –360.
- Kau J. B., Linck J. S. et Rubin P. H. (2008), “Do managers listen to the market?”, *Journal of Corporate Finance Vol.14*, pp.347–362.
- Leland, H.E. et Pyle, D.H. (1977), Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation, *Journal of Finance*, 32, 371–387.
- Maksimovic V. et Pichler P. (2001), “Technological Innovation and Initial Public Offerings”, *Review of Financial Studies, Vol. 14, No. 2*, pp. 459-494.
- Mello, A. et Parsons, J. (1998), Going public and the ownership structure of the firm, *Journal of Financial Economics*, 49, 79-109.
- Meoli, M., Migliorati K., Paleari, S. et Vismara, S. (2012), The Cost of Going Public: A European Perspective, **International Journal of Economics and Management Engineering, 2 : 2, 1-10.**
- Modigliani, F. et Miller, M. (1963), Corporate income taxes and the cost of capital: A correction, *American Economic Review*, 53: 3, 433–443.
- Myers, S.C. et Majluf, N.S. (1984), Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics*, 13 : 2, 187-221.
- Pagano M. Et Roell A. (1998), “The choice of stock ownership structure: Agency costs, monitoring and the decision to go public”, *Quarterly Journal of Economics, Vol. 113*, pp. 187–225.
- Röell A. (1996), The decision to go public: an overview, *European Economic Review*, 40, 1071-1081.
- Standley, S. (2010), Quels sont les déterminants du développement des marchés financiers d’Afrique subsaharienne ?, *LaRevue de Proparco*, 5, 17-20.
- Stoughton, N. M. et Zechner, J. (1998), IPO-mechanisms, monitoring and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 49, 45–77.
- Yeh Y-H., Shu P-G Et Guo R-J. (2008), “Ownership Structure and IPO Valuation : Evidence from Taiwan”, *Financial Management Vol.37, N°1*, pp. 141-161.
- Yin X. (2008), “Going-public vs. private sales: A two-tiered agency approach”, *International Review of Financial Analysis Vol.17*, pp.523–538.
- Zingales, L. (1995), Insider ownership and the decision to go public, *Review of economics studies*, 62, 425-448.