

# **Être ou ne pas être : le dilemme des entreprises ivoiriennes face à la Bourse Régionales des valeurs mobilières**

## **To be or not to be: the dilemma of Ivorian companies facing the Regional Stock Exchange**

**OUATTARA Dienougo**

Docteur en Sciences de Gestion

Université Felix Houphouët-Boigny Cocody/Abidjan

UFR des Sciences Économiques et de Gestion – Département de Gestion

**ouattara.dienougo01@ufhb.edu.ci**

**Date de soumission** : 16/08/2022

**Date d'acceptation** : 07/10/2022

**Pour citer cet article** :

OUATTARA.D.(2022). « Être ou ne pas être : le dilemme des entreprises ivoiriennes face à la Bourse Régionales des valeurs mobilières », Revue Française d'Économie et de Gestion «Volume 3 : Numéro 10 » pp : 91 – 127.

Author(s) agree that this article remain permanently open access under the terms of the Creative Commons Attribution License 4.0 International License



## Résumé

La présente étude a pour objet d'analyser les raisons pour lesquelles les entreprises choisissent d'entrer ou non en bourse. A partir d'enquêtes réalisées auprès de 20 dirigeants d'entreprises dont 10 dirigeants d'entreprises cotées à la Bourse régionale des valeurs mobilières (BRVM) et 10 dirigeants d'entreprises non cotées ivoiriennes, ce travail a essayé de comprendre d'une part les motivations, les satisfactions et les attentes des dirigeants des entreprises cotées à la bourse et d'autre part, la perception, les motivations et les réticences qu'ont les dirigeants des entreprises non cotées ivoiriennes à aller en bourse. Les résultats montrent que les dirigeants d'entreprises cotées manifestent un intérêt élevé pour la bourse et sont satisfaits de la souscription aux titres émis sur le marché lors de leur introduction en bourse et de l'accroissement de la visibilité et de la notoriété de leurs entreprises. Leurs plus grandes attentes se situent au niveau du dynamisme et de la visibilité de la bourse. Pour les dirigeants d'entreprises non cotées, le manque de communication de la BRVM fait qu'elle est méconnue. A cela, il faut ajouter le manque de culture de la bourse et la méconnaissance de la bourse qui jouent énormément sur la réticence des dirigeants à introduire leurs entreprises en bourse.

**Mots clés :** Introduction en bourse ; Motivation ; Satisfaction ; Perception ; Réticence.

## Abstract

The purpose of this study is to analyse the reasons why companies choose to go public or not. Based on surveys conducted among 20 business leaders, including 10 leaders of Ivorian companies listed on the Regional Stock Exchange (BRVM) and 10 leaders of unlisted Ivorian companies, this study attempted to understand, on the one hand, the motivations, satisfactions and expectations of leaders of companies listed on the stock exchange and, on the other hand, the perception, motivations and reluctance of leaders of unlisted Ivorian companies to go to the stock exchange. The results show that managers of listed companies show a high level of interest in the stock market and are satisfied with the oversubscription of securities issued on the market at the time of their listing and with the increased visibility and awareness of their companies. Their greatest expectations are related to the dynamism and visibility of the stock market. For the managers of unlisted companies, the lack of communication about the BRVM means that it is little known. To this must be added the lack of stock market culture and ignorance of the stock market, which play a major role in the reluctance of managers to list their companies.

**Keywords:** IPO; Motivation; Satisfaction; Perception; Reluctance.

## Introduction

Au cours des années 1990 et dans le début des années 2000, l'évolution des attitudes à l'égard de l'importance du rôle du secteur privé dans le développement des économies africaines, a favorisé l'émergence et le développement des marchés de capitaux. Ainsi, de nombreux pays en Afrique ont-ils érigé des bourses comme condition préalable au passage à l'économie de marché et comme outil de facilitation de la privatisation des entreprises publiques. La création des marchés boursiers apparaît comme un moyen efficace de la mobilisation et de l'allocation de l'épargne et un moyen de financement et de placement en adéquation avec des besoins jusque-là non satisfaits des entreprises et des opérateurs économiques. En effet, les instruments financiers utilisés, principalement les actions et obligations, permettent, de mobiliser des ressources disponibles sur le long terme mieux approprié pour le financement des investissements.

Dans la zone UEMOA<sup>1</sup>, selon Bayala (2002), la croissance économique annuelle, l'existence d'une épargne domestique, les options libérales des économies et l'inadéquation du système financier existant, sont les faits économiques immédiats à la création de la Bourse régionales des valeurs mobilières (BRVM).

Selon la théorie financière classique, il existe un moment de la vie de l'entreprise auquel celle-ci devrait s'introduire en bourse. Ainsi, l'introduction en bourse constitue une étape normale de croissance de l'entreprise (Ben, 2008 ; Berger et Udell, 1998). La raison économique de l'introduction en bourse la plus fréquemment avancée, est celle de l'accès à de nouvelles sources de financement (Jacquillat, 1994). La diversification des sources de financement pourrait dans la plupart des cas, assurer à l'entreprise, des capitaux à moindres coûts et un financement à long terme. De plus, le climat favorable d'une période de hausse des cours, lui permettrait d'obtenir des capitaux à un coût avantageux. Les moyens de financements offerts par la bourse donnent une possibilité de croissance externe sans sortie systématique de fonds. Une fois l'entreprise cotée, les propriétaires initiaux obtiennent par l'entrée au marché boursier une diversification de leur risque d'entreprise, qu'ils ne seront plus seuls à supporter (Titman et Grinblatt, 1998). Également, ces entrepreneurs initiaux, même s'ils diluent leurs pouvoirs, permettent à l'entreprise de rester pérenne, même en cas de problèmes de succession au sujet d'un des propriétaires (Jacquillat, 1994).

Dans le cadre d'une étude effectuée sur le marché italien, Pagano et al. (1998) estiment que le recours au marché financier permet d'accroître la capacité d'endettement de l'entreprise et son

---

<sup>1</sup> L'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine (UEMOA) est composée de huit (8) pays membres que sont : le Bénin, le Burkina Faso, la Côte d'Ivoire, la Guinée-Bissau, le Mali, le Niger, le Togo et le Sénégal.

pouvoir de négociation à l'égard des établissements bancaires. L'étude de Jaffeux (1992), sur le marché français, montre l'existence de nombreux avantages avec une prédominance des motivations financières ou commerciales (la notoriété et l'accès à de nouvelles sources de financement) sur les motivations individuelles (plus-value et liquidité). Bayala (2002) dans son étude sur 8 sociétés burkinabés non cotées trouve que ces sociétés perçoivent la BRVM comme une possibilité tangible, concrète et valorisante de financement, pour augmenter son capital, se faire connaître, pour faire des placements de trésorerie et se développer. Leurs motivations à aller en bourse viendrait de toute cette perception mais aussi du fait de la possibilité de diversification du portefeuille et même de la liquidité du patrimoine qu'on y gagne.

Ainsi, compte tenu des avantages liés à l'introduction en bourse, un nombre croissant d'entreprises dans le monde entier, en particulier dans les économies développées, considère l'admission à la négociation comme le moyen approprié pour augmenter le financement de nouveaux investissements (Nguimeya, 2014).

Cependant, certains auteurs relèvent des contraintes qui constituent des éléments de réticences à l'introduction en bourse. En effet, l'introduction en bourse est une opération qui nécessite et exige une réorganisation interne et une politique de communication interne et externe ; une certaine préparation financière, juridique ; et un ensemble de transformations pour répondre aux exigences des autorités du marché. Il s'agit d'un processus de restructuration juridique et financière qui a des coûts indirects (Ritter, 1987). Certaines clauses statutaires devront, par conséquent, être révisées ou abrogées.

Une des sources principales de réticence citée dans la littérature est l'importance des coûts liés à l'ouverture du capital. Les coûts liés à l'ouverture du capital, peuvent être antérieurs à l'introduction (coûts de restructuration engagés pour préparer l'introduction en bourse), liés à l'introduction (coûts de communication interne et coûts de rémunération des intermédiaires financiers) ou postérieurs à l'introduction (coûts de sous-évaluation). Par ailleurs, l'ouverture du capital provoque une perte de confidentialité (Campbell, 1979 ; Yosha, 1995) et oblige l'entreprise à diffuser des informations sur son activité, ses états financiers et sa stratégie.

Pour Jaffeux (1992), sur le marché français, les dirigeants de sociétés cotées sont insatisfaits des services rendus par les intermédiaires financiers, les banques et les agents de change. Bayala (2002) trouve que les sociétés burkinabés non cotées sont réticentes face à la perte de confidentialité et de contrôle et à l'obligation de rendre compte.

L'opération d'introduction en Bourse a été décrite, pendant longtemps, comme une simple étape dans le développement d'une entreprise. Cependant, l'augmentation des volumes d'émission

pendant ces deux dernières décennies tant aux Etats-Unis qu'en Europe, montre que la décision d'introduction en bourse n'est pas une étape que toutes les entreprises aiment franchir, mais plutôt, un choix ; et dans la zone UEMOA, la quasi-totalité d'entre elles ont délibérément choisi de rester privées même si elles remplissent les critères d'éligibilité à l'introduction en bourse. Si aujourd'hui, les pays de l'UEMOA sont dotés d'une bourse moderne, dont l'organisation et les règles de fonctionnement convergent vers les meilleurs standards internationaux, elle souffre de son étroitesse à cause du faible nombre d'entreprises qui y sont cotées. En effet, l'inventaire au 31 décembre 2017 montrait un total de quarante-cinq (45) sociétés cotées sur le marché de la BRVM. Pendant que quelques-unes ont décidé d'aller en bourse, un nombre important de sociétés de la zone, notamment ivoiriennes, marquent peu d'intérêt à la BRVM qui offre, pourtant, des avantages certains en termes de mobilisation de l'épargne et de financement de l'économie<sup>2</sup>. Dans un tel contexte, il se pose la question de savoir pourquoi certaines entreprises choisissent d'être ou ne pas être en bourse ?

Cette étude s'intéresse aux entreprises ivoiriennes. Elle cherche à comprendre d'une part, les motivations à l'introduction en bourse des dirigeants des entreprises cotées et identifier leurs satisfactions et leurs attentes et d'autre part à cerner la perception de la BRVM, les motivations et les réticences à l'introduction en bourse des dirigeants des entreprises non cotées.

La démarche méthodologique de cette recherche fait recours à une approche qualitative. Elle consistera à mener des entretiens semi-directifs auprès des dirigeants d'entreprises cotées et non cotées à partir d'un guide d'entretien ; puis, se poursuivra par une analyse du contenu des discours (verbatim) à travers une analyse thématique manuelle.

Les apports de cette étude se situent à plusieurs niveaux. En premier lieu sur le plan pratique, cette recherche offre aux instances boursières chargées de la régulation du marché, un moyen de comprendre la réticence des entreprises non cotées à l'introduction en bourse et aussi tenir compte des attentes des entreprises cotées afin d'accélérer le dynamisme du marché boursier de l'UEMOA. En deuxième lieu, cette recherche contribue à l'explication du phénomène de l'introduction en bourse en mettant en évidence le rôle joué par le marché financier dans le financement des entreprises. Enfin, ce travail vient enrichir les travaux antérieurs menés sur le marché de la BRVM.

---

<sup>2</sup> Si les entreprises présentes à la BRVM sont majoritairement ivoiriennes, plusieurs autres entreprises ivoiriennes éligibles à la cote marquent peu d'intérêt à la BRVM.

Cette étude est articulée comme suit. La section 1 s'intéresse à la revue de la littérature. La section 2 argumente la démarche méthodologique. La section 3 présente les commentaires et la discussion.

## **1. Revue de littérature**

Cette section aborde les déterminants de la décision d'introduction en bourse évoqués dans la littérature selon les facteurs explicatifs et des études empiriques réalisées.

### **1.1. Les facteurs explicatifs de la décision d'introduction en bourse**

#### **1.1.1. Les facteurs fondés sur les avantages de l'introduction en bourse**

- **La mobilité du capital**

La cotation en Bourse rend les actions plus liquides, donc plus facilement cessibles, et par conséquent assure la mobilité du capital. Lorsqu'une entreprise entre en bourse, les actionnaires peuvent alors profiter des périodes haussières de la bourse pour céder tout ou une partie de leurs titres de propriété et ainsi réaliser des plus-values. Une telle opportunité ne s'offre qu'aux seuls actionnaires des entreprises cotées (Jacquillat 1994). La mobilité du capital facilite le désengagement des actionnaires minoritaires car la cotation boursière permet à l'actionnaire sortant de céder le nombre désiré de titres à tout moment sur le marché, mais surtout d'utiliser comme base de transaction le prix de marché constaté qu'est le cours de bourse. La mobilité du capital permet également à certains actionnaires, à l'image de la famille, des salariés, ou des capitaux-risqueurs, de se désengager de la société en réalisant des plus-values.

- **Réduction du coût du capital**

L'endettement a l'avantage d'aider les entreprises à réduire leur coût global du capital. Mais une entreprise ne peut pas continuellement minimiser son coût global du capital en recourant à l'endettement. On atteint un point ou une fourchette au-delà de laquelle l'endettement devient plus coûteux en raison du risque accru d'endettement excessif pour les créanciers comme pour les actionnaires. Lorsque le degré d'endettement augmente, le risque des créanciers augmente, et ils exigent un taux d'intérêt plus élevé et peuvent ne pas accorder de prêt à l'entreprise, une fois que sa dette a atteint un niveau particulier. En outre, le montant excessif de la dette rend la position de l'actionnaire très risquée. Cela a pour effet d'augmenter le coût du capital. Ainsi, jusqu'à un certain point, le coût global du capital diminue avec l'endettement, mais au-delà de ce point, le coût du capital commence à augmenter. Selon Scott (1976) et Modigliani et Miller (1963), les entreprises font un appel public à l'épargne lorsque les capitaux propres externes minimisent leur coût du capital.

Diamond (1991) et Holmstrom et Tirole (1993) ajoutent que l'appel public à l'épargne offre la possibilité d'obtenir un financement direct à faible coût sans l'intervention d'intermédiaires financiers tels que les banques ou les investisseurs en capital-risque. La négociation sur les principales places boursières accroît la visibilité des entreprises. De plus, un nombre suffisamment important d'actions cotées permet d'attirer un plus grand nombre d'investisseurs (par exemple, des investisseurs institutionnels). La visibilité et la popularité auprès d'un grand nombre d'investisseurs contribuent également à réduire le coût du capital (Booth et Chua, 1996 ; Maug, 1998).

- **La diversification des risques**

Certaines études ont expliqué la décision d'entrer en bourse comme un moyen de partager et de diversifier les risques pour les propriétaires initiaux. Huyghebaert et Hulle (2005) affirment que les entreprises qui investissent massivement dans des projets actuels en vue de leur croissance future ont tendance à être risquées. Les propriétaires initiaux de ces entreprises à forte croissance n'aiment donc pas investir davantage de leur patrimoine personnel dans leur entreprise. Ils s'appuient donc sur des financements externes pour financer leurs principaux investissements. Le décalage entre les investissements et la création de liquidités rend le financement par emprunt inadapté aux projets risqués. La prime élevée demandée par les sociétés de capital-risque décourage les entreprises risquées de lever des fonds par leur intermédiaire. Par conséquent, pour les entreprises à risque, la levée de capitaux propres par le biais d'introductions en bourse est la forme de financement la plus appropriée.

Un motif connexe à la décision de s'introduire en bourse est le désir des propriétaires initiaux de céder ou de diversifier leur patrimoine (Pagano, 1993 ; Zingales, 1995 ; Stoughton et Zechner, 1998 ; Chemmanur et Fulghieri, 1999). Les propriétaires d'une entreprise à actionnariat restreint ont tendance à avoir un investissement important dans leur entreprise et sont donc surexposés au risque commercial de l'entreprise (Albornoz et Pope, 2004). Une introduction en bourse crée un marché public pour les actions de la société, ce qui permet aux actionnaires initiaux de la société de convertir leurs actions en espèces à tout moment (Zingales, 1995 ; Mello et Parsons, 1998). Black et Gilson (1998) ont ajouté que les introductions en bourse offraient aux investisseurs en capital-risque une opportunité intéressante de récolter leurs investissements dans des entreprises à risque.

- **Obtenir de la publicité**

Les travaux théoriques récents sur les introductions en bourse mettent l'accent sur les avantages pour les clients de suivre le cours de l'action d'une entreprise et sur les avantages pour

l'entreprise d'avoir de nombreux clients informés de sa valeur. Ainsi, la cotation en bourse est considérée comme un moyen de publicité pour l'entreprise. Par exemple, le modèle de Subramanyam et Titman (1999) inclut l'idée que les consommateurs, les fournisseurs et les travailleurs obtiennent une information sans coût (ou information fortuite) lorsqu'ils traitent avec l'entreprise, qui est incorporée dans le prix de l'action et en fait une source efficace d'évaluation de l'entreprise. Stoughton et al. (2001) considèrent que les consommateurs apprennent la qualité du produit de l'entreprise à partir du marché boursier et que, par conséquent, une bonne entreprise peut demander des prix plus élevés sur le marché des biens. Comme le soutiennent Helwege et Packer (2001), ces bénéfices devraient être plus élevés pour les entreprises ayant une large base de clients. Par conséquent, il devrait y avoir une plus grande propension à s'introduire en bourse que les entreprises appartenant aux secteurs du commerce de détail. Cependant, ils ne trouvent pas de preuve que les entreprises du secteur du commerce de détail ont une plus grande propension à s'introduire en bourse.

### **1.1.2. Les facteurs fondés sur les inconvénients d'une introduction en bourse**

- **Asymétrie d'information et coûts de sélection adverse**

En général, on peut supposer que les initiés en savent plus que les non-initiés sur la valeur réelle d'une entreprise. Cette asymétrie d'information peut avoir un effet négatif sur la qualité des entreprises mises en vente (Leland et Pyle, 1977). À l'équilibre, les investisseurs se protègent en réduisant le prix qu'ils sont prêts à payer pour les entreprises mises en vente. Plusieurs études théoriques se concentrent sur les coûts de l'asymétrie d'information pour modéliser différents aspects des décisions d'introduction en bourse. Par exemple, Rock (1986) et Welch (1989) établissent un lien entre ces coûts et la sous-évaluation de l'introduction en bourse nécessaire pour vendre des actions à l'équilibre. Chemmanur et Fulgheri (1999) considèrent que le choix entre l'appel public à l'épargne et le financement privé est déterminé par les coûts que les investisseurs doivent supporter pour évaluer les perspectives d'une entreprise. Ils prédisent que l'asymétrie de l'information pourrait entraîner un prix d'introduction en bourse inférieur à celui qui pourrait être obtenu en vendant des capitaux privés à un petit groupe de capital-risqueurs.

Les modèles de sélection adverse suggèrent que les entreprises plus jeunes et plus petites, qui sont plus gravement affectées par les coûts de sélection adverse parce qu'elles ont une visibilité moindre et des antécédents courts, sont moins susceptibles de s'introduire en bourse. Conformément à cette prédiction, Pagano et al. (1998) trouvent que la taille de l'entreprise est significativement et positivement liée à la probabilité de s'introduire en bourse en Italie. Helwege et Packer (2001) fournissent également des preuves à l'appui des prédictions dérivées des théories de sélection adverse dans le contexte américain. Les entreprises qui ont tenté de réaliser une introduction en bourse dans leur échantillon d'émetteurs d'obligations privées avaient des ventes, des actifs et des employés médians plus élevés que celles qui sont restées privées. Cependant, ils trouvent également des preuves que les entreprises plus jeunes sont plus susceptibles de faire des introductions en bourse.

Comme le montre Diamond (1991), la rentabilité est un facteur qui peut permettre aux entreprises de surmonter le problème de la sélection adverse. Une rentabilité élevée peut être considérée comme un signal de la qualité d'une entreprise. Selon cette théorie, une rentabilité élevée devrait être positivement liée à la probabilité de s'introduire en bourse. Cependant, il existe d'autres explications potentielles à la découverte d'une relation positive entre la rentabilité et la probabilité de s'introduire en bourse : (1) selon l'hypothèse de synchronisation du marché avancée par Ritter (1991), les entreprises pourraient profiter d'augmentations temporaires de la rentabilité et s'introduire en bourse, en espérant que les investisseurs percevront la rentabilité élevée comme permanente et surévalueront leurs actions ; (2) les entrepreneurs pourraient s'engager dans une manipulation à la hausse des bénéfices au moment de l'introduction en bourse (Degeorge et Zeckhauser, 1993).

- **Les coûts de l'introduction en bourse**

Les coûts liés à l'introduction en bourse comprennent à la fois des coûts explicites qui découlent directement d'une exigence légale, et des coûts implicites qui résultent de l'ensemble des conditions nécessaires à la réussite d'une introduction en bourse. Ces différents coûts peuvent être classés en trois catégories intervenant pendant les trois phases d'introduction en bourse.

- **Les coûts antérieurs à l'introduction en Bourse**

L'introduction en bourse entraîne pour l'entreprise candidate une restructuration structurelle et juridique qui vise à résoudre les problèmes liés au capital et à clarifier les relations avec les filiales du groupe. Ainsi certaines entreprises, afin de se conformer à certaines dispositions du marché, se voient dans l'obligation de modifier leur capital pour ouvrir leur capital et avoir un plus grand nombre d'actions, ou même de changer de forme juridique. Certaines clauses

statutaires de l'entreprise sont souvent révisées, car incompatibles avec l'introduction en bourse. Il s'agit le plus souvent des clauses d'agrément des nouveaux actionnaires, des pactes de majorité ou des droits de perception (Pilverdier-Latrete 1997). Pour la réussite de cette étape de l'introduction, le recours à des spécialistes et les convocations d'assemblées générales des actionnaires sont indispensables. Certaines dépenses administratives sont liées au processus d'introduction en bourse, comme les frais de souscription et d'enregistrement (Yosha, 1995 ; Pagano et Röell, 1998).

Aussi, lorsque l'entreprise désire s'introduire en bourse, elle est soumise à des contraintes informationnelles relatives à l'utilisation des capitaux ; nécessaires pour garantir la sécurité des épargnants ; mais ces dispositions engendrent des coûts. L'introduction en bourse provoque une perte de confidentialité car elle contraint les entreprises candidates à diffuser de l'information sur leurs activités, leurs stratégies et leurs perspectives et les expose à des phénomènes de sélection adverse et de comportement opportuniste dès lors que la communication financière de ces firmes fait défaut (Campbell, 1979). Selon certaines théories, les coûts liés à la révélation d'informations importantes sur les développements technologiques et les plans de marketing aux concurrents dans le cadre du processus d'introduction en bourse pourraient décourager les entreprises de s'introduire en bourse (Campbell, 1979 ; Yosha, 1995 ; Maksimovic et Pichler, 2001). Par conséquent, si le processus d'introduction en bourse révèle des informations exclusives, l'intensité de la RetD devrait être liée négativement à la probabilité d'entrer en bourse.

L'entreprise qui va en bourse devient exposée aux menaces de prise de contrôle hostile dès lors que son cours baisse de manière prononcée. A cet effet, différentes mesures de défense anti-OPA existent et peuvent être mises en place avant l'opération d'introduction en bourse. Les managers prennent des mesures anti-OPA au moment de l'opération afin de conserver le contrôle, de manière à protéger leur consommation de bénéfices privés (Field et Karpoff, 2000).

#### - Les coûts liés à l'introduction en bourse au sens strict

Lors de son introduction en bourse, l'entreprise doit s'adapter et cela passe par une vaste communication interne et des réformes organisationnelles, notamment les améliorations des services comptables et financiers. Elle doit mener une campagne d'explication au personnel, au détriment de l'activité de l'entreprise, ce qui peut conduire à une baisse éventuelle du chiffre d'affaires. Les améliorations comptables exigées lors de l'introduction en bourse, pour une plus grande transparence imposent, par conséquent, une bonne qualité de l'information. Cela amène

l'entreprise à recourir à des conseillers financiers ou à des cabinets d'expertise comptable pour pallier les insuffisances de son organisation interne.

A cela il faut ajouter, la rémunération des intermédiaires financiers (banques et sociétés de bourse). L'entreprise, pour tous ces services rendus rémunère les intermédiaires financiers. Elle porte sur les prestations de services qu'ils offrent à l'entreprise tout au long de l'introduction en bourse. Ces intermédiaires accompagnent non seulement par des conseils, mais engagent leur responsabilité en donnant leur quitus sur la qualité de l'entreprise en participant à la détermination de la valeur de l'entreprise et du prix d'offre, et dans certains cas achètent des titres de l'entreprise pour les replacer le jour de l'introduction (procédure de pré- placement). La communication est essentielle, dans la phase de l'introduction en bourse. Elle est orientée dans un premier temps vers la diffusion d'informations plus détaillées sur l'entreprise. A cet effet, divers supports sont indispensables : interviews, conférences de presse, campagnes médiatiques et prospectus etc. Dans certains pays, particulièrement dans la Zone UEMOA, la désignation d'un conseil en information est une obligation imposée par les autorités boursières. Par ailleurs, les entreprises cotées supportent sur tous les marchés des coûts liés à la présence sur la cote qui sont les frais de tenue des titres et de courtages. En plus, sur certains marchés, les autorités de bourse ajoutent aux conditions d'introduction en Bourse l'obligation de signer un contrat de liquidité pour l'animation du titre coté et, plus globalement la liquidité du marché. En zone UEMOA ce contrat est obligatoire sur les compartiments de la BRVM.

#### - Les coûts postérieurs à l'introduction en bourse

La sous-évaluation des titres à l'introduction est un écart constaté entre le premier cout coté et le prix d'offre. Cela participe à la diminution de la valeur de l'entreprise du moins la portion des titres cédée pendant l'introduction, par conséquent constitue un élément de coût implicite de l'introduction (Ritter 1987).

La présence en bourse est contraignante, exigeante et coûteuse pour les entreprises candidates à la bourse. Une fois l'entreprise cotée, elle supporte d'autres types de coûts et subit les lois du marché c'est-à-dire les conséquences de la présence en bourse. Le fait d'être cotée en bourse génère chaque année des dépenses supplémentaires, comme les coûts d'élaboration et de diffusion des informations sur l'entreprise, les frais de bourse, les frais d'audit, etc. La plupart de ces coûts ne dépendent pas de la taille de l'entreprise mais sont fixes et constituent donc une raison supplémentaire de prédire que les petites entreprises sont moins susceptibles d'entrer en bourse (Yosha, 1995 ; Pagano et Röell, 1998).

Dès qu'une entreprise est cotée, elle doit tenir le public régulièrement informé de sa situation et de toute décision pouvant affecter le patrimoine. Financièrement, l'entreprise doit supporter les honoraires des certifications de comptes et de publications au bulletin officiel de la cote. Stratégiquement, toute l'information sensible sur sa situation et son avenir est révélée au public et particulièrement à ses concurrents (Titman et Grimblatt, 1998). Cette obligation de transparence vis-à-vis du marché est une contrainte coûteuse financièrement et stratégiquement pour l'entreprise.

L'entreprise qui est cotée a un accès illimité à l'épargne publique. Par conséquent pour que l'épargne publique ne soit pas dilapidée et utilisée à des fins non économiques, elle est soumise par les autorités boursières à des contraintes de publications régulières d'informations et de révélation d'information susceptible d'affecter le patrimoine de l'entreprise. De plus, quand une entreprise est cotée, elle est sollicitée pour participer à l'organisation financière du marché et dans certains cas, pour contribuer à la liquidité de la bourse, par les autorités ; cela crée des coûts pour l'entreprise cotée.

La perte de contrôle par ses anciens propriétaires est également un inconvénient pour tout actionnaire qui désire rester maître de son entreprise (Titman et Grimblatt 1998). L'obligation de traiter avec de nouveaux actionnaires de même que la perte de contrôle de son entreprise, sont des faits permanents pour l'entrepreneur coté. L'entrée dans le capital de nouveaux investisseurs impose de disposer de l'accord de l'ensemble des actionnaires pour toute décision financière future lors des assemblées générales.

La présence de l'entreprise sur la cote exige plus d'attention à l'endroit des actionnaires, (Jobard, 1996). Cela passe nécessairement par la définition d'une politique de dividendes et la par la mise en place d'un service chargé des relations avec les actionnaires. De plus, l'entreprise se voit obligée de consacrer une partie de son temps (voir même un département), à la gestion du cours, car il reflète le jugement du public à l'égard de l'entreprise. Une appréciation négative est synonyme de baisse de cours et donc facilement le rachat de l'entreprise, d'où une perte de contrôle de l'entreprise.

## **1.2. Les études sur la décision d'entrer en bourse**

### **1.2.1. Bref aperçu des études par enquêtes**

Park (1990) a réalisé une enquête sur les entreprises coréennes. L'étude a montré que si les avantages les plus importants de l'entrée en bourse étaient l'accès facile à une source de financement et l'acquisition d'une crédibilité sur le marché, la crainte de la perte de contrôle était considérée comme l'un des principaux obstacles pour les entreprises coréennes.

Ferrari (1992) rapporte les réponses à un questionnaire distribué aux dirigeants de 35 entreprises introduites en bourse entre 1985 et 1990 en Italie. Dans 95% des cas le besoin de financement de l'entreprise est décrit comme la motivation essentielle de l'ouverture du capital au public. D'après Pagano et al. (1998), les entreprises nouvellement cotées n'ont pas augmenté leur capital après introduction. Ce qui a amené les auteurs à soupçonner le fait que les entreprises décident de s'introduire en bourse dans le but de lever les fonds nécessaires à leur développement.

Rydqvist et Hogholm (1995) n'ont pas analysé directement la décision d'introduction en bourse. Les auteurs ont plutôt étudié le changement de la structure de propriété, le taux d'endettement et la taille de 164 entreprises familiales suédoises qui se sont introduites en bourse sur la période 1970-1991. Parmi les motivations évoquées par les propriétaires de ces entreprises dans le prospectus d'introduction, le financement de la croissance et la diminution de l'endettement paraissent les plus citées (dans 97% des cas où la motivation est exprimée). Les résultats montrent, au contraire, que la majorité des entreprises étudiées n'ont pas utilisé la bourse pour réduire la dette ou pour financer les besoins d'investissement.

Block (2004) effectue une enquête sur les entreprises américaines qui sont devenues privées entre janvier 2001 et juillet 2003. Sur un total de 236 entreprises qui sont devenues privées, 110 ont participé à l'enquête (taux de réponse de 46,65%). L'étude a examiné les raisons qui ont motivé la décision des entreprises de devenir privées et a révélé que les facteurs suivants peuvent inciter une entreprise à redevenir privée : les coûts associés à une entreprise publique en termes de pression et de contraintes de temps pour les cadres supérieurs ; l'absence de liquidité ; et la menace de radiation de la bourse.

Brau, Ryan et DeGraw (2005) ont réalisé une enquête auprès des directeurs financiers de 438 entreprises américaines (avec un taux de réponse de 44,5%). L'échantillon a été divisé entre les introductions en bourse antérieures à la bulle Internet (1996-1998) et postérieures à celle-ci (2000-2002). Ils ont constaté que : le financement de la croissance et l'augmentation des liquidités étaient les deux principales motivations de la décision de s'introduire en bourse ; le sentiment des directeurs financiers est resté le même dans les périodes de hausse et de baisse ; les commissions de souscription et les coûts indirects liés à l'introduction en bourse étaient les principales préoccupations des directeurs financiers lors de l'introduction en bourse.

Brau et Fawcett (2006) ont effectué une enquête auprès de 336 directeurs financiers d'entreprises américaines qui, jusqu'à présent, soit (a) avaient réussi leur introduction en bourse, soit (b) avaient entamé leur processus d'introduction en bourse mais avaient ensuite

choisi de l'annuler, soit (c) étaient éligibles pour une introduction en bourse mais avaient décidé de rester privées. Leur échantillon d'enquête, composé de 336 directeurs financiers, est le résultat d'un taux de réponse de 18,1 %. L'enquête a révélé que : l'objectif d'acquisition était un facteur majeur qui a motivé les entreprises américaines à faire une introduction en bourse ; les émetteurs ont choisi le moment de leur introduction en bourse pour profiter des conditions du marché ; et la préservation du contrôle décisionnel et de la propriété étaient les principales raisons de rester privé.

Burton, Helliard et Power (2006) ont mené une enquête sur les gestionnaires et les intermédiaires associés à la décision de d'introduction en bourse des entreprises britanniques. Ils ont mené leur étude en trois étapes. Tout d'abord, des entretiens personnels par le biais d'un questionnaire semi-structuré ont été entrepris avec diverses parties impliquées dans le processus d'introduction en bourse. Les entretiens ont été menés auprès de dix organisations qui avaient été impliquées dans des introductions en bourse. Deuxièmement, des questionnaires postaux ont été envoyés aux entreprises britanniques qui ont été introduites en bourse au cours des deux dernières années. Sur un total de 450 entreprises, 102 ont répondu, soit un taux de réponse de 23 %. Troisièmement, des informations sur le montant que chaque entreprise avait levé et sa capitalisation boursière ont été obtenues par le biais de sources secondaires. L'enquête a révélé que : l'avantage en termes de visibilité et de réputation accrues associé à l'introduction en bourse avait une influence majeure sur la décision de s'introduire en bourse ; le besoin de croissance était le déterminant le plus important du calendrier des émissions et la plus grande difficulté rencontrée par les gestionnaires était de gérer à la fois le processus d'introduction en bourse et les opérations de l'entreprise.

L'étude de N'Dri et Aderomou (2011) s'intéresse aux facteurs qui bloquent l'introduction en bourse des sociétés béninoises sur un échantillon de 10 sociétés non introduites à la cote de la BRVM. Ces auteurs estiment que les facteurs de réticence surpassent ceux des motivations. L'influence du facteur culture sur la décision de se faire coter à la BRVM a été mise en évidence. Globalement, les dirigeants de leur échantillon ont rejeté l'hypothèse que l'absence des sociétés béninoise à la cote de la BRVM est due à l'absence d'une culture boursière.

### **1.2.2. Bref aperçu des études sur données d'entreprises**

Pagano, Panetta et Zingales (1998) ont étudié les déterminants des décisions d'introduction en bourse des entreprises italiennes au moyen d'un modèle probit. Ils ont comparé 69 entreprises publiques italiennes, qui ont réalisé leur introduction en bourse entre 1982 et 1992, avec 12 391 entreprises privées italiennes, qui étaient éligibles pour réaliser leur introduction en bourse mais

ont préféré rester privées pendant la période susmentionnée. L'étude a analysé à la fois les caractéristiques ex ante des entreprises et les conséquences ex post de l'introduction en bourse sur les entreprises qui ont été introduites en bourse. Ils ont constaté que la probabilité de s'introduire en bourse augmentait avec l'augmentation de la valorisation boursière des autres entreprises du même secteur et de la taille de l'entreprise ; le financement des investissements ultérieurs et de la croissance ne figurait pas parmi les principales motivations de l'introduction en bourse ; les introductions en bourse aidaient les entreprises à emprunter à bon marché auprès des banques ; et la richesse du titulaire augmentait dans la période suivant l'introduction en bourse.

Fischer (2000) a conduit une étude sur la bourse de Frankfurt. Il a examiné un échantillon d'introduction entre mars 1997 et septembre 1999 et un échantillon comparable de sociétés non cotées dont les données sont disponibles sur les années 1995 à 1997. 163 introductions sur le « Neuer Market » et 54 introductions sur les autres compartiments de la bourse de Frankfurt ont été retenues. En estimant un modèle Logit de la probabilité d'introduction en bourse, Fischer (2000) trouve que la croissance du chiffre d'affaires, l'investissement, les dépenses de recherche et développement et la proportion des actifs intangibles dans le total actif immobilisé, sont les déterminants majeurs de la décision d'introduction sur le « Neuer Market ». L'endettement n'a, d'après l'auteur, aucun effet sur la probabilité d'introduction en bourse. Pour les autres compartiments du marché, Fischer constate que les sociétés ne s'introduisent pas pour financer leur croissance et leurs projets d'investissement (les variables croissance du chiffre d'affaires et investissement s'avèrent non significatives) mais plutôt pour profiter des bonnes conditions du marché.

Boehmer et Ljungqvist (2004) ont examiné 330 entreprises allemandes qui sont entrées en bourse entre 1984 et 1995. Le résultat de l'étude était basé sur une analyse de hasard des facteurs influençant le moment de l'introduction en bourse. Selon les auteurs les modèles probit et logit, utilisés par la plupart des études, n'analysent pas le facteur temps associé aux variables, qui, selon eux, peut être incorporé en utilisant un modèle de hasard. Les entreprises ont été observées à partir de la date de l'annonce de l'introduction en bourse jusqu'à la date de leur introduction en bourse. Les facteurs suivants se sont avérés avoir un effet positif sur la probabilité d'une introduction en bourse : les ventes, les marges bénéficiaires (par rapport aux autres entreprises du secteur) et les rendements boursiers des entreprises du même secteur, ainsi que l'incertitude quant à la rentabilité future. La préservation des avantages du contrôle privé s'est avérée être une motivation majeure pour rester dans le secteur privé.

Kim et Sung (2005) ont effectué leur étude sur les entreprises coréennes affiliées à un groupe. Leur échantillon se composait de 35 entreprises affiliées à un groupe qui ont été introduites en bourse entre 1997 et 2002 et d'entreprises privées qui étaient éligibles pour une introduction en bourse mais qui sont restées privées pendant cette période. Un modèle probit et un modèle de régression multivarié ont été utilisés pour analyser respectivement les caractéristiques des entreprises avant l'introduction en bourse et les conséquences de l'introduction en bourse sur la performance des entreprises. L'analyse a montré que la probabilité d'entrer en bourse augmentait pour les entreprises : lorsque l'actionnaire contrôlant le groupe détenait une participation directe élevée dans l'entreprise ; lorsque sa contribution au contrôle du groupe était faible ; et lorsqu'il ne pouvait pas bénéficier du marché interne des capitaux.

Pin et Wei (2006) ont étudié 383 introductions en bourse à Taiwan, pour la période d'échantillonnage de 1989 à 2000. Le modèle probit utilisé pour analyser les déterminants des introductions en bourse dans l'étude a conclu que : Les introductions en bourse de Taïwan n'étaient pas motivées par des besoins ou des contraintes de financement et les entreprises plus grandes et rentables étaient plus susceptibles de s'introduire en bourse.

Poulsen et Stegemoller (2008) comparent un échantillon d'entreprises (735) qui ont fait l'objet d'une acquisition avec un échantillon d'entreprises (1074) similaires en terme de secteur d'activité et de taille qui se sont introduites en bourse sur la période 1995-2004. Ils ont démontré l'existence d'un lien étroit entre les conditions du marché à la date d'introduction et la probabilité de se faire coter. Le coût de la dette paraît très significatif dans l'explication du choix de financement par le marché boursier tandis que l'accroissement du chiffre d'affaire et la rentabilité financière avant cotation n'affectent pas le choix de se faire coter.

Mayur et Kumar (2013) ont réalisé une étude sur les déterminants de la décision de l'introduction en bourse des entreprises indiennes. Leurs résultats montrent que les entreprises indiennes en plein essor ont tendance à être plus jeunes, plus transparentes, plus risquées, plus rentables, connaissent une croissance des ventes plus élevée que des entreprises de plus grande taille qui décident de rester privées. Les auteurs trouvent que les entreprises indiennes sont cotées pour financer leur croissance et leurs investissements, diversifier le risque des propriétaires, rééquilibrer leur structure de capital, abaisser leurs taux d'emprunt.

## **2. Méthodologie de l'étude**

Cette recherche a une approche qualitative. La recherche qualitative traite des données difficilement quantifiables. Elle produit et analyse des données descriptives, tels que les paroles écrites ou dites et le comportement observatoire des personnes (Taylor et Bogdan, 1984) et

renvoie à une méthode de recherche intéressée par le sens et l'observation d'un phénomène social en milieu naturel. Le chercheur est intéressé à connaître les facteurs conditionnant un certain aspect du comportement de l'acteur social mis au contact d'une réalité. Il se sert d'un modèle interprétatif où l'accent est mis sur les processus qui se développent au sein des acteurs (ici, on est intéressé par les significations que l'acteur attribue à son environnement de même qu'à ces interprétations).

La démarche méthodologique de ce travail consiste à mener des entretiens semi-directifs auprès des dirigeants d'entreprises cotées et non cotées à partir d'un guide d'entretien. Elle se poursuit par une analyse du contenu des discours (verbatim) à travers une analyse thématique manuelle.

## **2.1. Echantillonnage et Guide d'entretien**

### **2.1.1. Echantillonnage**

L'étude s'appuie sur vingt (20) entretiens réalisés dont dix (10) entretiens auprès de dirigeants d'entreprises cotées sur le marché de la BRVM et dix (10) entretiens réalisés auprès de dirigeants d'entreprises non cotées tirés des 500 plus grandes entreprises de Côte d'Ivoire publiées dans le PME Magazine numéro 65 de novembre/Décembre 2017. Ces entreprises ont été retenues parce qu'elles sont éligibles à l'introduction en bourse car elles remplissent les conditions d'admission à la cote. L'inventaire au 31 décembre 2017 donne un total de 45 sociétés cotées sur le marché de la BRVM. Toutes ces entreprises cotées ont été considérées pour l'étude. Concernant les entreprises non cotées, une trentaine d'entreprises ont été retenues. Cependant, parmi les entreprises cotées et non cotées contactées, seules 10 responsables de chaque catégorie ont accepté de participer à un entretien.

Les entretiens effectués sur les lieux de travail ont duré entre 30 minutes et 2 heures, la moyenne étant d'1 heure 15 minutes. Deux parmi les responsables d'entreprises non cotées ont consacré moins d'une demi-heure d'entretien. Ces responsables sont fermes quant à la méconnaissance de la bourse et de son importance pour leurs sociétés. Pour eux, il n'y a donc aucun intérêt à discuter davantage sur ce thème. Ils se sont limités à répondre aux questions de la première partie du guide d'entretien. D'autres entretiens réalisés ont duré plus longtemps parce que les interviewés avaient beaucoup à dire car leur expérience et leur position leur ont en effet permis de comprendre les motivations et les réticences des entreprises face à l'introduction en bourse. Chaque entretien a été enregistré et des prises de notes ont accompagné ces entretiens puis les fichiers audios ont été retranscrits manuellement en format texte dans les heures qui ont suivi. L'échantillon des vingt entreprises est diversifié puisqu'il comprend des filiales de multinationales, des entreprises du secteur industriel, du secteur financier et du secteur agricole.

Plusieurs de ces entreprises ont un caractère familial. Les caractéristiques de ces entreprises et les caractéristiques des personnes interviewées sont présentées dans les tableaux ci-dessous.

**Tableau 1 : Caractéristiques des entreprises et responsables interrogés**

Caractéristiques		Nombre	
		Cotées	Non Cotées
<b>Nature</b>	Filiales de sociétés étrangères	7	6
	Groupes de sociétés	3	4
<b>Secteur d'activité</b>	Industrie	5	5
	Agriculture	1	2
	Finance	4	3
<b>Responsables interrogés</b>	Directeur Général	1	2
	Directeur Général Adjoint	1	3
	Directeur Administratif et Financier	2	2
	Directeur Financier	3	2
	Directeur des Ressources Humaines	3	1
<b>Statut de cotation</b>	Entreprises cotées	10	
	Entreprises non cotées	10	

Source : l'auteur

### 2.1.2. Guides d'entretiens

Ce travail s'appuie sur deux guides d'entretien (voir annexes) dont un pour les entreprises cotées et un autre pour les entreprises non cotées sur la base de la revue de littérature. Chaque guide d'entretien est réparti en trois thèmes. Pour les entreprises cotées, le premier est introductif, il traite de la motivation à l'introduction en bourse des entreprises cotées, le deuxième analyse leurs satisfactions et le troisième identifie leurs attentes. Aussi pour les entreprises non cotées, le guide d'entretien est-il réparti en trois thèmes. Le premier est introductif. Il traite de la perception du dirigeant d'entreprise d'une bourse des valeurs en général et spécifiquement de celle de la BRVM. Le deuxième explore les motivations du dirigeant à l'inscription en bourse et le dernier identifie les raisons de la réticence à l'inscription en bourse.

### 2.2. La grille de lecture des entretiens

Ce travail réalise une grille de lecture des propos des interlocuteurs afin de présenter les résultats des entretiens. Dans cette grille de lecture, les propos tenus par les personnes interviewés sont transcrits intégralement en les plaçant entre guillemets en fonction des thématiques abordées.

Il existe plusieurs méthodes d'analyse du contenu des entretiens. L'une des plus utilisées consiste à établir un inventaire des mots ou opinions, et à réaliser des calculs statistiques. Ce travail n'effectue pas d'analyses statistiques ou techniques du texte retranscrit. Il présente fidèlement les réflexions faites par les interviewés, des réflexions qui dévoilent les pensées des répondants.

La grille de lecture comprend les propos tenus par des dirigeants d'entreprises cotées et des dirigeants d'entreprises non cotées. A chaque propos des interviewés, est associé le thème qui lui correspond. La grille de lecture est focalisée sur trois thèmes importants par rapport à chaque catégorie sur la compréhension de la décision d'introduction en bourse. Ces thèmes ont été abordés par les interlocuteurs de manière chronologique avec tout d'abord pour les dirigeants entreprises cotées, leur motivation pour l'introduction, puis leur satisfaction de l'introduction en bourse et enfin leur attente. Quant aux dirigeants d'entreprises non cotées, leurs réflexions ont porté sur leur perception de la bourse, également sur leur motivation pour l'introduction en bourse et enfin leur réticence.

A cause de sa longueur, la grille de lecture n'a pas pu être placée directement dans le texte. Cette grille de lecture des entretiens faite à partir des extraits de citations, permettra d'effectuer des commentaires sur les propos des personnes interviewées.

### **3. Commentaires et discussion**

Cette section fait une analyse des entretiens des entreprises cotées et des entreprises non cotées. Les différentes thématiques que sont les perceptions, les motivations, les réticences des entreprises non cotées et les motivations, les satisfactions et les attentes des entreprises cotées y sont traitées.<sup>3</sup>

#### **3.1. Commentaires sur les propos des dirigeants d'entreprises cotées**

A la lecture de la grille des entretiens réalisés avec les dirigeants d'entreprises cotées, il apparaît que les problématiques soulevées par la décision d'introduction en bourse sont nombreuses et suscitent un intérêt particulier tant de la part des entreprises que de la part des autorités du marché en occurrence le Conseil Régional de l'Épargne Public et des Marchés Financiers (CREPMF) et la BRVM. La longueur et la consistance des propos tenus par les interviewés

---

<sup>3</sup> Ce travail a fait l'objet d'une communication présentée en décembre 2019 à la quatrième Journée d'Etude Africaine en Comptabilité et Contrôle (JEACC), Abidjan Côte d'Ivoire.

illustrent parfaitement la place prépondérante qu'occupe une opération de cotation dans la vie d'une entreprise mais également dans le courant d'affaire du régulateur. Ces commentaires sont organisés en six parties synthétisant les différentes thématiques abordées avec les interlocuteurs.

### **3.1.1. Quelles sont les motivations des entreprises cotées ?**

Sur la base des propos des interviewés, il apparaît que la motivation première des entreprises présentes à la côte est de lever les fonds et que présentes sur la cote, elles voient et comprennent l'intérêt, le bien fondé et l'utilité de la bourse.

Pour les interlocuteurs, la décision d'aller en bourse est motivée par la mobilisation de capitaux afin de financer le développement de l'entreprise. La bourse est donc le marché financier qui permet de mobiliser l'épargne des investisseurs et qui permet aussi aux entreprises d'augmenter leur capital en cédant des titres et dans ce même temps accroître leur visibilité et améliorer la gouvernance de leurs entreprises, comme le souligne le dirigeant d'entreprise 1 : *« C'est un marché sur lequel les entreprises peuvent se financer et où tout investisseur averti peut faire fructifier son épargne. C'est pour une recherche de financement et pour une visibilité par des investisseurs internationaux. »*

Cependant, pour ces dirigeants d'entreprises cotées la connaissance de la possibilité d'introduction en bourse de leur entreprise s'est faite de différente manière. Pendant que certaines sont venues d'elles même, d'autres ont été obligé par une décision gouvernementale et certaines sont des filiales de grand groupe. A ce stade, les réponses des dirigeants sont mitigées. Cela se renchérit par les propos des dirigeants d'entreprises 9,8 ,1 en ces thèmes : *« Notre société est une filiale de grand groupe implanté ici en côte d'ivoire. Or la maison mère est déjà cotée sur une grande place boursière »*. *« Nous sommes une entreprise financière, donc nous avons l'habitude de côtoyer d'autres entreprises financières cotées. Aussi étant donné que nous investissons dans des entreprises cotées, et aussi nous sommes une banque Africaine et nous sommes présents dans plusieurs pays Africains, tout cela nous a permis de connaître la bourse et presque toutes nos entreprises sont cotées. De plus, nous avons en notre sein une société de Gestion et d'intermédiation qui accompagne d'autres entreprises à l'introduction en bourse »*. *« Prise de décision d'Etat, entreprise étatique dans le temps. »*

Quant aux différentes raisons qui conduisent à l'introduction en bourse d'une société et celles qui ont motivé la prise de décision de l'introduction en bourse de leur entreprise, tous les interlocuteurs s'accordent pour dire que la bourse est le marché financier où se rencontrent les entreprises et les investisseurs, les entreprises pour mobiliser des capitaux à travers la cession

des titres ou la levée de fonds et les investisseurs pour placer leurs épargnes. Les dirigeants d'entreprises 2 et 3 confortent cette idée de raisons d'introduction en bourse en faisant allusion aux raisons qui ont motivées la prise de décision de leur introduction en bourse :

*« Accès à une source de financement moins cher parce que le marché quoi qu'on dise est moins cher. Dans certains cas pour les entreprises c'est de céder des parts et réaliser une plus-value. Dans le cas de notre entreprise, c'est vraiment l'accès à une source de financement bon marché ».* *« C'est la recherche de capitaux propres, une augmentation de capital, nous on a cherché un marché ou on pouvait placer nos titres c'est sur ce marché qu'on a décidé de le faire et en même temps un autre intérêt de faire une augmentation de capital au niveau de la bourse c'est que cela permet de diversifier les actionnaires parce qu'on veut aller vers les actionnaires, des petits porteurs parce que ne pas aller à la bourse c'est peut-être s'exposer à une dilution et avoir des actionnaires notamment des personnes morales qui peuvent avoir un poids autour de table alors que l'avantage d'aller en bourse, est que les titres sont dilués sur plusieurs porteurs, et n'ont pas forcément de poids par rapport à une entreprise qui appartient au gros porteur. »*

*« A un moment donné, on a besoin de se développer, Si par exemple en Côte d'Ivoire j'ai expérimenté un modèle économique qui marche et que maintenant je veux le dupliquer, conquérir d'autre marché, j'ai besoin de capitaux. Soit, je laisse des fonds d'investissements entrer dans mon capital ou des investisseurs professionnels ; mais en général ces fonds d'investissement là s'ils veulent entrer dans ton capital, ils vont exiger que tu puisses entrer en bourse parce que quand un fond d'investissement entre dans un capital, il sécurise en même temps comment il va sortir parce que demain quand il va atteindre son objectif de retour sur investissement, il va vouloir sortir en cédant ses actions qu'il avait acquises. Il fait comment si tu n'es pas sur le marché ? Donc en général si tu as recours au fonds d'investissement, ils vont exiger que tu puisses être coté. Même dans le cas d'un actionnariat populaire, il va falloir entrer en bourse pour lever les fonds pour pouvoir financer ton développement. »*

### **3.1.2. Quelles sont les satisfactions des entreprises cotées ?**

Tous les interlocuteurs s'accordent à dire que les entreprises cotées retirent des satisfactions de leur cotation. Les principaux arguments avancés des entretiens montrent que l'introduction en bourse permet d'accroître le niveau de visibilité des entreprises. A cela s'ajoute le fait que les entreprises sont satisfaites lors de leur première introduction sur le marché boursier notamment par l'engouement réalisé lors des souscriptions supérieur au niveau de la référence à travers des milliards de francs mobilisés, l'amélioration de la communication et la gouvernance au sein de l'entreprise. L'interlocuteur de l'Entreprise 3 précise que : *« Les investisseurs considèrent*

*qu'une entreprise cotée est un gage de transparence en termes de gouvernance, c'est une entreprise qui est sérieuse. Au niveau des satisfactions, je vois l'aspect de la communication par rapports aux rapports donnés au marché. On peut trouver assez contraignant les délais, c'est un gage de transparence. On n'a pas forcément le choix quand on regarde les autres places boursières, les autres marchés, ils n'ont pas le même délai mais on est obligé de s'y faire, moi personnellement, je trouve que c'est un peu contraignant. L'entreprise n'a pas envie de communiquer sur certains points. Peut-être qu'il y a des informations que l'entreprise n'a pas forcément envie de publier. Quand il y a un changement de direction, un sinistre...on n'ait obligé de publier. L'entreprise voit donc qu'elle doit prendre en considération certains éléments mais elle n'a pas forcément envie de publier. »*

Aussi, l'Entreprise 4 abonde dans ce sens en disant : *« Nous avons été satisfait parce ce que non seulement à notre première cotation, nos actions se sont échangées à prix très impressionnant et en plus de cela, la notoriété de notre société s'est accrue. », « OUI, il y a eu des améliorations. Notamment au niveau de l'innovation, de l'orientation vers la clientèle. »*

Pour les entreprises présentes sur la bourse, la décision de l'introduction en bourse est satisfaisante, parce qu'elle permet d'accroître le niveau de visibilité, de notoriété de leurs entreprises. Par ailleurs, la gouvernance et la communication au sein de leurs entreprises est un atout à mettre à l'actif de l'introduction en bourse. Pour ces entreprises, le dynamisme de la bourse passe nécessairement par une communication et une visibilité totale de celle-ci. En effet, il apparaît que la BRVM n'est pas dynamique : *« Non, le marché dans l'ensemble n'est pas liquide et cela joue sur son dynamisme. Certaines entreprises se plaignent beaucoup de ce que souvent les avis de vente émis ne trouvent pas preneurs. »* Comme le précise l'interlocuteur Entreprise 5. *« Non le marché n'est pas dynamique en comparaison avec les autres bourses des pays développés. »* Ajoute l'interlocuteur Entreprise 9.

### **3.1.3. Quelles sont les attentes des entreprises cotées ?**

Les entretiens réalisés avec les dirigeants d'entreprises cotées montrent que ces dirigeants attendent beaucoup d'actions du marché boursier. Entre autres, ils souhaitent que le marché soit plus dynamique et plus liquide et qu'il fasse plus d'effort de communication. Cela passe forcément par un allègement de la procédure d'introduction en bourse mais aussi par une publicité accrue afin de résoudre le problème de faible nombre d'entreprises cotées. Les propos des dirigeants d'entreprises 10, 9, 8, 7 et 2 justifient clairement les attentes des actions à mener par la BRVM : *« D'abord il y a les coûts d'introduction qui à mon avis sont exorbitants, mais aussi les coûts pendant que tu es à la côte. Il faut que la BRVM revoit, c'est vrai tu connais les*

*coûts en venant, mais une entreprise qui n'est pas très grande c'est un peu difficile ; d'autres qui sont plus grande peut-être ne voient pas cela comme un problème même si d'aucun pourrait dire que c'est relatif. ». « Réduire le coût des tarifs pratiqués par les intervenants du marché ; Alléger les garanties exigées ; Exiger une meilleure communication du point de vue des émetteurs. » « La bourse doit mettre l'accent sur les biens faits de la cotation. Faire des campagnes de publicité, voir les couts des PME, Intensifier la campagne de sensibilisation, être plus flexible à la culture boursière, il faut qu'il ait une réglementation propre à nous, le CREPMF est très rigide, il faut qu'il ait plus de souplesse pour aider les entreprises, les Etats doivent privatiser les entreprises, il faut qu'il ait des avantages fiscaux ». « Une chose est de savoir que la bourse existe et une autre chose est de savoir comment elle fonctionne. Moi je pense qu'il y a un problème d'information. Également un problème de formation. Aussi un chef d'entreprise qui doit aller en bourse doit savoir comment se tenir. Je pense qu'il y a réellement un problème d'information et à côté de cela, il y a un problème de formation ». « La bourse doit tenir compte de son utilité première qui est de permettre à une entreprise de financer son développement et ses besoins d'investissement et d'avoir accès à des sources de financement à long terme donc pour ce faire, elle doit faire plus de campagne publicitaire en montrant les bien fondés de la bourse ». « Baisser les frais de la cotation, assouplir les processus, faire des publicités ne pas hésiter à en faire pour montrer les avantages de la bourse ».*

Ces mots révèlent que la bourse est le marché financier où se rencontrent les entreprises et les investisseurs, les entreprises pour mobiliser des capitaux à travers la cession des titres et les investisseurs pour placer leurs épargnes. Pour les entreprises présentes sur la bourse, la décision de l'introduction en bourse est satisfaisante, parce qu'elle permet d'accroître le niveau de visibilité et de notoriété de leurs entreprises. Par ailleurs, la gouvernance et la communication au sein de leurs entreprises est un atout à mettre à l'actif de l'introduction en bourse. Pour ces entreprises, le dynamisme de la bourse passe nécessairement par une communication et une visibilité totale de celle-ci.

### **3.2. Commentaires sur les propos des dirigeants d'entreprises non cotées**

#### **3.2.1. Quelle est la perception des entreprises non cotées ?**

Les différents entretiens réalisés auprès des dirigeants d'entreprises non cotées ont confirmé le rôle et l'utilité de la bourse. En effet, ils reconnaissent que la bourse est le lieu de rencontre entre les agents à capacité de financement et ceux à besoin de financement. Ces dirigeants d'entreprise non cotées dans leur assemble perçoivent la bourse comme une place où les entreprises peuvent mobiliser des capitaux en cédant des titres et où les investisseurs placent

leurs épargnes. Ils affirment que la bourse permet de financer le développement des entreprises. Pour le dirigeant de l'entreprise 4 « *La bourse des valeurs est le lieu où s'échangent les valeurs mobilières, c'est-à-dire des titres financiers négociables, interchangeables et fongibles : actions, obligations, titres de créances négociables. Un lieu où les agents à besoin de financement rencontrent ceux à capacité de financement. La bourse permet à une entreprise de financer son développement et ses besoins d'investissement. Elle permet d'avoir accès à des sources de financement à long terme.* »

En ce qui concerne la création de la BRVM, ces dirigeants à l'instar de celui de l'entreprise 4 « *La BRVM a été créée dans l'optique de permettre aux entreprises de la zone UEMOA d'avoir accès à des sources de financement à long terme. L'objectif de la BRVM lors de sa création était de financer l'économie de la zone UEMOA et aussi mettre en adéquation des agents à capacités et à des besoins de financement. A sa création la liquidité représentait 11% du PIB de la zone UEMOA et elle comptait 34 entreprises. Aujourd'hui elle en compte 45 et sa liquidité s'est largement accrue* » pensent que la BRVM est une belle initiative sous régionale qui permet aux états et aux entreprises de financer leur investissement, partant elle offre des avantages aux entreprises de l'UEMOA.

Aussi pour certains dirigeants interrogés, malgré l'utilité et le rôle de la bourse, la bourse n'est pas adaptée aux valeurs culturelles. En effet comme le souligne le dirigeant de l'entreprise non cotée 5 : « *Non. La bourse c'est la transparence, je ne dis pas qu'on n'est pas transparent mais nos entreprises n'ont pas la culture de la publication des chiffres. Parce que quand tu vas en bourse, tu publies tes chiffres. Mais Le problème n'est pas lié à la BRVM seulement. Nos entreprises en termes de gouvernance n'ont pas eu cette habitude de faire certifier leurs comptes. C'est des réalités. Or quand on doit aller en bourse, un commissaire aux comptes ou un expert-comptable doit aviser. On n'a pas cette culture ; on le fait juste parce qu'on est obligé de le faire sinon on ne le fait pas. La bourse à ces exigences qui ne sont pas vraiment une habitude de nos entreprises. Il y a donc un fossé. Voici la première cassure. Quand on observe les conditions, normalement ça ne devrait pas poser de problèmes mais c'est difficile. La bourse va te dire, pour venir sur ma place, il faut que tu réalises un minimum de chiffre d'affaire, il faut que tu publies tes chiffres, il faut que tes chiffres soient avisés par tel type de cabinet. Je ne dis pas que notre culture est bonne mais je ne vois pas la bourse en train de changer les conditions de son existence. C'est nous plutôt qui devons-nous adapter aux conditions de la bourse. Sincèrement les conditions de la bourse ne sont pas adaptées à notre valeur culturelle. Nos réalités ici c'est le dernier de nos réflexes de faire réviser nos comptes ; on n'a pas ce*

*reflexe-là. On ne le fait que lorsque dans notre capital il y a d'autres actionnaires qui demande à ce qu'un expert-comptable viennent contrôler les dirigeants. Sur le plan individuel est ce que la bourse est adaptée à nos cultures, je dirais non pas du tout, la bourse n'est pas adaptée à nos cultures. Mais en même temps, il est ironique de faire croire qu'on n'épargne pas. On a la culture de l'épargne mais tout dépend de comment on épargne. C'est le cas des micros finances qui viennent et s'installent sans véritablement regarder la culture même de la clientèle auxquelles elles veulent s'adresser. Culturellement, je veux dire à la base, nos parents épargnaient mais ils épargnaient dans les objets de valeurs, au lieu de donner l'argent à quelqu'un, ils achetaient de l'or par exemple, ça ne veut pas dire qu'ils n'épargnaient pas. Maintenant les formes modernes sont arrivées, on dit tu gardes ton argent ici et tu reçois des intérêts. C'est pourquoi les banques commerciales ont échoués jusqu'à présent parce que leurs conditions ne sont pas adaptées à nos cultures. Viens avec ton argent je vais garder et je te donne 3,5%. La personne te dit moi quand je te donne mon argent, je veux avoir accès à ça quand je veux sans que cela ne pose un problème. Quand la personne investi son argent en bourse, c'est vrai qu'on dit qu'il pourra en disposer mais ce n'est pas dans l'immédiat. Il va valeur émettre d'abord une offre de vente et il faut que le marché puisse apporter un acheteur et quand lui il va acheter il faut une transaction qui va venir dans son compte titre et de son compte titre qui va venir dans son compte courant et c'est alors qu'il pourra disposer de son argent. Cela n'est pas dans nos habitudes. Pour moi quand j'en ai besoin automatiquement ça doit être accessible. C'est l'accessibilité à son épargne. Notre culture ne comprend pas cela. Le seul problème est celui de l'accessibilité, pour cela la bourse n'est pas adaptée à nos cultures. »*

### **3.2.2. Quelle est la motivation des entreprises non cotées ?**

On peut relever lors des différents entretiens que pour les dirigeants d'entreprises non cotées, la motivation pour leur entreprise à s'introduire en bourse se justifierait par le fait que l'introduction en bourse d'une entreprise lui permet de lever des capitaux dont elle a besoin pour son financement. Comme le souligne le dirigeant de l'Entreprise 1 : « Une entreprise va en bourse pour lever des fonds, prendre des gains et aussi pour son développement ; pour la reconnaissance aussi, elle veut se faire connaître. »

Ces propos se joignent à ceux des autres dirigeants d'entreprises qui soutiennent que l'introduction en bourse d'une entreprise augmente sa notoriété et la rend plus visible et crédible auprès des investisseurs. L'entreprise est donc mieux connue et les investisseurs lui accordent plus de valeur. Pour le dirigeant de l'entreprise 3, l'introduction en bourse, permet à l'entreprise

de : « *mieux se vendre, se valoriser, se faire respecter et se faire connaître à l'international. Aussi avoir la possibilité de traiter avec l'extérieur. La bonne santé de l'entreprise reflète des signaux émis auprès des fournisseurs et des clients* ». Quant au dirigeant de l'entreprise 5 : « *Pour moi, certaines entreprises vont en bourse pour pouvoir bénéficier des sources de financements alternatives plus conséquent, valoriser leur patrimoine, maintenir la qualité du management et gagner la confiance des partenaires* ». L'introduction en bourse d'une entreprise se présente donc comme une garantie pour les partenaires et donne une bonne image du paysage et de l'écosystème économique. Etre coté c'est « *une clé qui ouvre beaucoup de porte.* » (Dirigeant Entreprise 9). Quand une entreprise est cotée pour les investisseurs cela présente moins de risque parce qu'ils ont l'information financière sur l'entreprise pour soutenir leur décision d'investissement. Aussi en termes d'opportunité, on a plus de choix et statistiquement on a plus de chance. En effet, selon le dirigeant de l'Entreprise 2 « *Oui probablement que ces entreprises cotées retirent des satisfactions de leur introduction en bourse.* »

### **3.2.3. Quelles sont les réticences des entreprises non cotées ?**

Tous les interlocuteurs des entreprises non cotées s'accordent à dire que la réticence des entreprises à l'introduction en bourse se justifie de prime abord par leur méconnaissance de la bourse. L'interlocuteur de l'entreprise 2 conforte cette idée de méconnaissance en faisant allusion au manque d'information sur la BRVM, quand il affirme : « *J'ai entendu parler de la bourse régionale des valeurs mobilières (BRVM) pour la première fois il y'a longtemps mais sans savoir ce que c'est.* » En effet selon l'interlocuteur de l'entreprise 5 : « *Il y a d'abord la méconnaissance des mécanismes de fonctionnement de la bourse par les entreprises parce qu'elles ignorent ce qu'elles y gagneraient. L'entreprise se dit qu'en entrant en bourse, elle va dans un gouffre. Elle a l'impression que pour y entrer c'est facile mais pour en sortir ce sera difficile. Si je sais comment j'entre et comment en sortir et comment y exister cela sera très facile. Ce sont des craintes basées sur la méconnaissance. Autant on instruire sur l'entrée, on doit instruire sur comment exister et si je veux en sortir, comment faire. Si j'ai toutes ses informations, rien ne peut m'empêcher d'y rentrer.* » Ces termes s'accordent avec ceux des interlocuteurs de l'entreprise 8 et de l'entreprise 10 qui trouvent que la BRVM ne communique pas assez ; car une chose est de savoir que la bourse existe et une autre chose est de savoir comment elle fonctionne.

Par ailleurs, selon les dirigeants des entreprises non cotées, il y a un problème de culture boursière comme le fait remarquer le dirigeant de l'entreprise 1 : *« Oui la culture est une réticence à l'introduction en bourse parce que le patron ne veut pas rendre des comptes, il a l'impression d'être contrôlé. »* Le problème de la culture boursière se voit aussi par le fait que les entreprises sont plus à l'aise à chercher un financement à la banque plutôt que d'aller à la bourse.

Notons également avec le dirigeant de l'entreprise 5 que : *« Notre culture n'est pas encore adaptée à l'existence d'une bourse de valeur mobilière. Certains dirigeants confondent les caisses de l'entreprise et leurs propres poches. Quand le dirigeant d'entreprise n'a pas une approche managériale cela est difficile pour lui d'accepter la bourse. On ne va pas en bourse avec ce genre de comportement. Quand l'aspect qualité n'est pas instaurer dans nos gestes de chaque jour, dans nos pratiques dans nos activités, la bourse et nous est difficile. La culture de la performance est l'une des mesures parce que tu vas en bourse pour un plus, mais si tu y vas, il faut avoir certaines performances sinon tu n'iras pas. On a une culture financière qui n'est pas adaptée. Certaines des PME ont une culture managériale qui ne les prédispose pas à aller en bourse. Le management n'est pas de qualité, il ne fonctionne pas sur un budget. On fait des dépenses qui ne sont pas prévues. Certaines entreprises se sentent obligé de faire un nettoyage avant d'entrée en bourse, c'est la preuve que ce qui existait n'était pas bon. »*

En outre, remarquons que les entreprises sont beaucoup réticentes à cause des différentes contraintes liées à l'introduction en bourse et à la présence sur la cote. En ce sens, l'interlocuteur de l'entreprise 1 précise : *« Oui certaines entreprises sont réticentes à cause des contraintes ; entre autres, il faut avoir une transparence complète, les chiffres comptables doivent être publiés tous les mois, il faut un contrôle de la gestion qui est normale mais dans le contexte ivoirien difficile à tenir, il faut rendre des comptes. C'est un peu perdre sa liberté ».*

Pour le dirigeant de l'entreprise 4 : *« les entreprises sont réticentes à l'introduction en bourse pour plusieurs raisons. Les informations financières doivent être rendues publiques ; un coût plus élevé que la dette dans certains cas. Le peu d'engouement suscité par les entreprises auprès de la BRVM est dû à : un coût d'accès au marché financier souvent élevé, l'obligation de communiquer les informations financières, une méconnaissance du marché financier par la plupart des entreprises ».* Toujours pour le dirigeant de l'entreprise 4, *« les difficultés à l'entrée en bourse sont les suivantes : le nombre limité des produits offerts par le marché financier, les conditions d'admissions qui ne sont pas à la portée de tous, les garanties exigées, l'absence de fiscalité harmonisée, le coût des tarifs pratiqués par les intervenants du*

*marché et le manque de communication* ». Il estime que « *les standards sont élevés, ce qui ne rend pas l'accès facile au marché pour les émetteurs.* »

L'ensemble des thématiques étudiées met l'accent sur le rôle de la bourse dont la mission première est de favoriser le financement des entreprises. La bourse est le lieu de rencontre entre entreprises et investisseurs, elle permet de mobiliser l'épargne. Selon les dirigeants d'entreprises non cotées, l'avantage d'entrée en bourse pour une entreprise est la levée de fonds pour le développement de l'entreprise. Pour ces derniers, la culture bourssière demeure un problème parce que beaucoup d'entreprises ne connaissent pas les avantages pour elles de s'introduire en bourse.

### **3.3. Discussion**

La décision d'aller en bourse des dirigeants des entreprises cotées est motivée principalement par la volonté de lever les fonds, afin de financer leur développement. Les entreprises y vont aussi pour céder des titres, augmenter le capital et aussi pour la bonne gestion.

Les dirigeants d'entreprises cotées présentent un intérêt élevé pour la bourse et sont satisfaits de la sursouscription aux titres émis sur le marché lors de leur introduction en bourse supérieure au niveau de la référence. L'introduction en bourse a permis d'accroître le niveau de visibilité et de notoriété de ces entreprises. La satisfaction vient également de l'amélioration de la communication et la gouvernance au sein de l'entreprise. La cotation boursière permet à l'actionnaire sortant de céder le nombre désiré de titres à tout moment sur le marché, mais surtout d'utiliser comme base de transaction le prix de marché constaté qu'est le cours de bourse. Ainsi, la cotation en Bourse rend les actions plus liquides, donc plus facilement cessibles, et par conséquent assure la mobilité du capital. Mieux encore, sur le marché financier, la société trouve une pléiade de produits financiers pour renforcer ses fonds propres sans avoir à rembourser la partie du capital souscrit par les nouveaux actionnaires qui ont la possibilité de vendre par la suite leur part en bourse (Jacquillat 1994). Pour un entrepreneur, l'introduction en bourse est synonyme de pérennisation de sa société même si cela comporte le risque de perte de contrôle de l'entreprise, par la dilution du capital ou par une offre publique d'achat hostile. L'introduction en bourse offre également comme avantage à la société la possibilité de financer une croissance, sans nécessairement engendrer de fortes sorties d'argent (Jobard 1996).

Cependant, malgré toutes leurs satisfactions présentées, les attentes des entreprises sont encore plus élevées et dépassent même leurs satisfactions. En effet, les dirigeants des entreprises cotées ont beaucoup parlé des conditions d'admission à la cote et de la nécessité d'une bonne visibilité de la bourse comme principales attentes. Les entreprises souhaitent que le marché soit plus

dynamique et plus liquide et que la BRVM fasse plus d'effort de communication et que les autorités du marché assouplissent les conditions d'admission afin d'attirer un plus grand nombre d'entreprises à la bourse. Lishenga (2018), dans son étude a examiné les facteurs influençant la décision des directeurs financiers kényans à procéder à une introduction en bourse ou non. L'analyse sur les entreprises cotées a pris en compte 24 sociétés cotées à la Nairobi Stock Exchange et 24 sociétés non cotées kényanes. En ce qui concerne la décision d'introduction en bourse, les principales motivations sont la nécessité de lever de nouveaux capitaux pour financer de nouvelles opportunités de croissance suivie des conditions de marché favorables lors du lancement du premier appel public à l'épargne et, enfin, en tant que stratégie de sortie permettant aux entrepreneurs fondateurs de liquider leurs investissements. Dans leurs travaux sur des sociétés françaises cotées au second marché, Le Guen et Jaffeux (1989) trouvent que les entreprises présentes les mêmes raisons de satisfaction que celles qui les ont motivées. Selon les auteurs, la notoriété apparaît comme un objectif majeur et l'introduction en bourse. Ils sont tous satisfaits à la hauteur de leurs motivations. L'introduction en bourse n'a pas répondu complètement aux attentes en matière de financement. Les travaux de Jaffeux (1992) sur des sociétés cotées françaises, montrent une prédominance des motivations commerciales ou financières (notoriété et accès à de nouvelles sources de financement) sur les motivations individuelles (plus-value et liquidité). L'auteur trouve que les dirigeants de sociétés cotées sont satisfaits de l'introduction en bourse, particulièrement la notoriété et l'appel public à l'épargne. Ils sont, par contre, insatisfaits des services rendus par les intermédiaires financiers, les banques et les agents de change.

Il ressort aussi des lignes précédentes que les dirigeants des entreprises non cotées dans leur ensemble ont une très bonne perception de la bourse en ce sens que pour eux la bourse est le lieu où les entreprises peuvent mobiliser des capitaux en cédant des titres et où les investisseurs placent leurs épargnes. Ils affirment que la bourse permet de financer le développement des entreprises.

Cependant, selon ces dirigeants d'entreprises non cotées, la motivation pour leur entreprise à s'introduire en bourse se justifie par le fait que l'introduction en bourse d'une entreprise lui permet de lever des capitaux dont elle a besoin pour son financement. Cela augmente sa notoriété et la rend plus visible et crédible auprès des investisseurs. L'entreprise est donc mieux connue et les investisseurs lui accordent plus de valeur. En effet, l'introduction en bourse se présente comme une opération financière destinée à lever des fonds sur un marché boursier selon le profil et les objectifs de la société. L'entreprise peut faire une augmentation

de capital afin d'augmenter sa capacité de financement ou faire face à de nouveaux investissements. L'entreprise peut aussi décider d'ouvrir son capital afin d'y faire entrer de nouveaux investisseurs. Selon Jacquillat (1994), l'avantage de l'introduction en bourse le plus fréquemment avancé est celui de l'accès à de nouvelles sources de financement. L'entreprise cotée diversifie principalement ses financements. En diversifiant ses sources de financement, l'entreprise accroît son pouvoir de négociation vis-à-vis des banques ou de certains organismes de crédits, ce qui en retour peut lui assurer des capitaux à moindres coûts.

Pour ce qui est des réticences, les résultats de cette recherche révèlent que la réticence des entreprises à l'introduction en bourse se justifie par leur méconnaissance de la bourse. En effet, selon les dirigeants des entreprises non cotées, il y a un problème de culture boursière car beaucoup d'entreprises ne connaissent pas comment fonctionne la bourse. Aussi les entreprises sont réticentes à cause des conditions d'admission à la cote et la périodicité des publications des chiffres qu'elles trouvent contraignantes. En somme, les dirigeants d'entreprises ont plus de réticence à aller en bourse que de motivation. La cotation en bourse provoque une perte de confidentialité puisqu'elle contraint les entreprises candidates à diffuser de l'information sur leurs activités, leurs stratégies et leurs perspectives (Campbell, 1979) et les expose à des phénomènes de sélection adverse et de comportement opportuniste dès lors que la communication financière de ces firmes fait défaut. A l'ouverture du capital et à la liquidité du patrimoine de l'entreprise, un des risques pour l'entrepreneur qui va en Bourse, le plus souvent avancé, est la perte de contrôle de l'entreprise par ses anciens propriétaires. Dès qu'une entreprise est cotée, elle doit tenir le public régulièrement informé de sa situation et de toute décision pouvant affecter le patrimoine. Cette obligation de transparence vis-à-vis du marché est une contrainte coûteuse financièrement et stratégiquement pour l'entreprise (Titman et Grinblatt, 1998).

En ce qui concerne la décision de ne pas aller en bourse, les responsables des entreprises non cotées ont souligné la nécessité de préserver le contrôle de leur propriété comme principale justification de leur absence à la cote. Cependant, les sources de financements alternatifs et les circonstances défavorables du marché influencent fortement la perception de ces entreprises concernant les risques et les difficultés rencontrés en bourse. Les résultats de ce travail s'apparentent à des travaux similaires effectués sur le marché de la BRVM (Bayala, 2002 ; sur 8 sociétés burkinabés non cotés et N'Dri et Adéromou, 2011 ; sur 10 sociétés non cotées béninoises). Selon ces auteurs, ces sociétés perçoivent la BRVM comme une possibilité tangible, concrète et valorisante de financement, pour augmenter son capital, se faire connaître,

pour faire des placements de trésorerie et se développer. Leurs motivations d'aller en bourse viendraient de toute cette perception mais aussi du fait de la possibilité de diversification du portefeuille et même de la liquidité du patrimoine qu'on y gagne. Leur réticence se situe au niveau de la perte de confidentialité et de contrôle, mais aussi l'obligation de rendre compte.

### **Conclusion**

L'objectif de cette recherche était de comprendre les raisons pour lesquelles les entreprises choisissent d'entrer ou non sur le marché boursier régional de l'UEMOA. Ce travail a analysé d'une part les motivations, les satisfactions et les attentes des dirigeants des entreprises cotées à la BRVM et d'autre part, la perception, les motivations et les réticences qu'ont les dirigeants des entreprises non cotées ivoiriennes à aller en bourse. L'étude a réalisé une enquête à partir de guide d'entretien auprès de 20 dirigeants d'entreprises dont 10 dirigeants d'entreprises cotées à la BRVM et 10 dirigeants d'entreprises non cotées ivoiriennes. Les résultats montrent que Les dirigeants d'entreprises cotées manifestent un intérêt élevé pour la bourse et sont satisfaits de la souscription aux titres émis sur le marché lors de leur introduction en bourse et l'accroissement de la visibilité et de la notoriété de leurs entreprises. Leurs plus grandes attentes se situent au niveau du dynamisme et de la visibilité de la bourse, ils souhaitent que la BRVM fasse plus d'effort de communication. Dans les travaux de Le Guen et Jaffaux (1989) et de Jaffaux (1992) sur des sociétés françaises cotées au second marché, les auteurs trouvent que les entreprises présentent les mêmes raisons de satisfaction que celles qui les ont motivées. Si au départ les entreprises cotées à la BRVM avaient beaucoup de motivation à aller à la bourse, leur satisfaction à la cote n'a pas encore atteint le niveau de leurs motivations de départ et en plus leurs attentes dépassent leurs satisfactions.

Par ailleurs, pour les dirigeants d'entreprises non cotées, le manque de communication de la BRVM fait qu'elle est méconnue. A cela, il faut ajouter le manque de culture de la bourse, les valeurs culturelles et la méconnaissance de la bourse qui jouent énormément sur la réticence des dirigeants à introduire leurs entreprises en bourse. Cependant, ces dirigeants savent qu'en allant en bourse, cela permettra à leurs entreprises d'avoir surtout une bonne gestion mais aussi de se développer et de bénéficier de la confiance des investisseurs. Les dirigeants certes ont une faible perception dans l'ensemble, mais une bonne perception de la bourse car ils savent que la bourse permet de lever les fonds dont ils pourraient avoir besoin pour le développement de leurs entreprises. Ainsi, il ressort que les dirigeants des entreprises non cotées à la BRVM sont réticents à aller en bourse. Les résultats de Bayala (2002) sur 8 sociétés burkinabés non cotées

à la BRVM et ceux de N'Dri et Adéromou (2011) sur 10 sociétés non cotées béninoises vont dans ce sens.

La recherche de financement est un véritable défi auquel le secteur privé fait face. Pour y remédier, l'UEMOA a mis en place un marché financier régional dénommé la BRVM. La principale raison économique de l'introduction en bourse, ou du moins la plus fréquemment avancée est celle de l'accès à de nouvelles sources de financement. Cependant, malgré leur besoin énorme en financement, les entreprises hésitent à entrer en bourse. Elles ont délibérément choisi de rester privées même si elles remplissent les critères d'éligibilité à l'introduction en bourse. Les raisons évoquées sont principalement la culture boursière, le manque d'information de la part de la BRVM. Il convient donc pour répondre aux problèmes de financements du secteur privé que la BRVM puisse être plus proche de ce dernier à travers une politique de communication de sorte à ce que les dirigeants d'entreprise et même la population puissent connaître ses mécanismes et son utilité. La BRVM doit donc accentuer sa visibilité à travers des actions à mener. La bourse peut devenir un réservoir d'épargne et surtout un moyen de financement de l'Etat et des entreprises si l'on peut amener les offreurs et demandeurs potentiels de capitaux à adopter une véritable culture boursière qui passe forcément par la communication des autorités boursières, et en promouvant une politique fiscale attractive. A l'issue de ce travail, plusieurs développements ultérieurs peuvent être envisagés. Des travaux futurs pourraient mener une étude comparative entre la BRVM et une autre bourse d'Afrique et aussi une étude sur le profil des dirigeants.

La contribution principale de cette recherche se situe au niveau de l'étude empirique sur les entreprises cotées. En effet, elle est l'une des premières à notre connaissance à s'intéresser à la satisfaction des entreprises cotées sur le marché de la BRVM par une étude qualitative. Cependant, malgré cet apport, cette recherche présente des limites, ouvrant ainsi de nouvelles perspectives de recherche. L'étude qualitative est pénalisée par la taille de l'échantillon d'entreprises interviewées.

## **ANNEXES**

### **1. Guide d'entretien des entreprises cotées**

#### **Première Rubrique : MOTIVATIONS**

- 1) Pouvez-vous nous dire qu'est-ce qu'une bourse de valeurs mobilière et quelle est son utilité pour une entreprise ?
- 2) Comment avez-vous pris connaissance de la possibilité d'introduire votre société sur la BRVM ?

- 3) Quelles ont été les étapes de la prise de décision de l'introduction en bourse ?
- 4) Différentes raisons conduisent à l'introduction en bourse d'une société, quelles sont celles qui ont motivé la prise de décision de l'introduction en bourse pour votre société ?
- 5) Face à la rareté des transactions de certaines entreprises cotées, pourquoi selon vous des entreprises demandent leur introduction en bourse et que certaines se maintiennent toujours sur le marché ?

### **Deuxième rubrique : SATISFACTIONS**

- 1) Avez-vous rencontré des facilités ou des difficultés majeures tout au long de l'introduction en bourse de votre société ? Lesquelles ?
- 2) Les entreprises cotées retirent des satisfactions de leur cotation ? Quelles sont les principales satisfactions de l'introduction en bourse pour votre société ?
- 3) Avez-vous enregistré des insatisfactions ? Lesquelles ?
- 4) Pensez-vous que depuis l'introduction en bourse de votre société, il y a eu des améliorations de certains aspects ? Si oui, lesquelles
- 5) Pensez-vous que le marché de la BRVM est dynamique ? Expliquez.
- 6) Pourquoi vous vous maintenez en Bourse ? Avez-vous envisagé de la quitter ?
- 7) Si vous avez de nouveau le choix de vous introduire en bourse, allez-vous franchir le pas ? Pouvez-vous justifier votre réponse ?

### **Troisième rubrique : ATTENTES**

- 1) Quelles sont maintenant vos attentes vis-à-vis de la BRVM et du CREPMF ?
- 2) Quelles sont maintenant vos attentes vis-à-vis des sociétés d'intermédiaires financiers (banquiers et SGI) chargés du contrat de liquidité ?
- 3) Quels sont les conseils que vous pouvez donner aux entreprises candidates à l'introduction en bourse ?
- 4) Selon vous quels changements faut-il opérer, d'un côté comme de l'autre pour que la BRVM puisse pleinement jouer son rôle, en matière de financement des entreprises ?
- 5) Selon vous, comment remédier au peu d'engouement suscité par les entreprises auprès de la BRVM et vice-versa ?
- 6) Pour vous quelles sont les actions que doit mener la BRVM afin d'être plus attractif ?

## **2. Guide d'entretien des entreprises non cotées**

### **Première Rubrique : PERCEPTION**

- 1) Pour vous qu'est qu'une bourse de valeurs mobilière ? Et quelle est son utilité ?
- 2) Selon-vous pourquoi la BRVM a été créé ?

- 3) Que pensez-vous de la BRVM ? Est-elle utile ? Pourquoi ?
- 4) Pensez-vous que la bourse est adaptée à nos valeurs culturelles ? Pourquoi ?

### **Deuxième rubrique : MOTIVATIONS**

- 1) Selon -vous pourquoi des entreprises vont en bourse ?
- 2) Différentes raisons conduisent à l'introduction en bourse d'une société, quelles sont celles qui peuvent motiver la prise de décision de l'introduction en bourse de votre société ?
- 3) Pour vous les entreprises cotées retirent-elles des satisfactions de l'introduction en bourse ?
- 4) En tant que dirigeant es ce qu'un jour votre entreprise pourrait être intéressé à la cotation ?

### **Troisième rubrique : RETICENCES**

- 1) Parait-il que certaines entreprises sont réticentes à l'introduction en bourse ? Pourquoi ?
- 2) Quels sont les réticences à l'introduction en bourse pour votre société ?
- 3) Que pensez-vous des conditions générales d'admission à la cote ?
- 4) Pensez-vous que la culture est une réticence à l'introduction en bourse ?

### **BIBLIOGRAPHIE**

ALBORNOZ, B., et POPE, P. (2004). The determinants of the going public decision: Evidence from the U.K. *Working Papers Series AD 2004–22*, Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, S.A. (Ivie).

BURTON, B., HELLIAR, C., et POWER, D. (2006). Practitioners' Perspectives on the IPO Process and the Perils of Flotation. *The European Journal of Finance*, 12 (8), 671-692.

BAYALA B.S.A. (2002). *La bourse régionale des valeurs mobilières en Afrique de l'Ouest ; l'introduction en bourse : Pourquoi et pourquoi pas ? Les sociétés et les investisseurs*. Thèse de doctorat. Université de Groningen (Pays-Bas).

BEN J.S. (2008). Le financement des entreprises familiales tunisiennes: problèmes structurels et conjoncturels, *La Revue du Financier*, N°171, mai-juin PP.41-56.

BERGER A. et UDELL G. (1998), The economics of small business finance: the role of private equity and debt markets in the financial growth cycle, *Journal of Banking and Finance*, Vol.22, PP.613-673.

BLACK, B. S., et GILSON, R. J. (1998). Venture capital and the structure of capital markets: Banks versus stock markets. *Journal of Financial Economics*, 47(3), 243-277.

BLOCK, S. B. (2004). The latest movement to going private: An empirical study. *Journal of Applied Finance*, 14(1), 36-44.

BOEHMER E. et LJUNGQVIST A. (2004). On the decision to go public: Evidence from privately-held firms. Mimeo, New York University.

- BOOTH, J. R., et CHUA, L. (1996). Ownership dispersion, costly information and IPO underpricing. *Journal of Financial Economics*, 41(2), 291-310.
- BRAU J.C. et FAWCETT S.E. (2006). Initial public offerings: An analysis of theory and practice. *The Journal of Finance*, 61(1), 399-436.
- BRAU, J. D., RYAN, P. A., et DEGRAW, I. (2005). Rationale applied in the IPO process: Evidence from chief financial officers. Working paper.
- CAMPBELL, T.S. (1979). « Optimal investment financing decisions and the value of confidentiality ». *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 14 (5): 913–924.
- CHEMMANUR, T., et FULGHIERI P. (1999). A theory of the going public decision. *Review of Financial Studies*, 12(2), 249- 279.
- CHEMMANUR T.J. et HE J. S. (2011). IPO waves, product market competition, and the going public decision: Theory and evidence. *Journal of Financial Economics*, 101(2), 382–412.
- DEGEORGE, F., and R. ZECKHAUSER (1993). 'The reverse LBO decision and firm performance: Theory and evidence', *The Journal of Finance*, vol. 48, pp. 1323-1348.
- DIAMOND, D. (1991), Monitoring and reputation: The choice between bank loans and privately placed debt. *Journal of Political Economy*, 99(4), 689-721
- FIELD L.C. et KARPOFF J.M. (2000). Takeover defenses at IPO firms. *Business, Economics*
- FISCHER C. (2000). Why do companies go public? Empirical evidence from Germany's Neuer Markt.
- HELWEGE, J., et PACKER, F. (2003). The decision to go public: evidence from mandatory SEC filings of private firms. *Working paper*, Ohio State University.
- HOLMSTRÖM B. et TIROLE J. (1993). Market liquidity and performance monitoring. *Journal of Political Economy*, 101(4), 678-709.
- HUYGHEBAERT, N., et HULLE, C. V. (2005). Structuring the IPO: Empirical evidence on the portions of primary and secondary shares. *Journal of Corporate Finance*, 12(2), 296-320.
- JACQUILLAT, B. (1994). « L'introduction en bourse, Que sais-je? » *PUF* 2: 305–322.
- JAFFEUX C. (1992). *Le second marché: mythes et réalités*. Economica.
- JOBARD, J.P. (1996). *Gestion financière de l'entreprise - II<sup>ème</sup> édition* – Sirey
- KIM, W., et SUNG T. (2005). What makes group-affiliated firms go public? *KDI School of Public Policy et Management Paper* No. 05–10
- LE GUEN et JAFFEUX (1989). La conjonction analyse de données et statistique inférentielle pour conduire à une meilleure perception visuelle. *Revue de statistique appliquée*, tome 37, n° 3, p. 75-97

- LELAND, H. E., et PYLE, D. H. (1977). Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *Journal of Finance*, 32(2), 371-387.
- LISHENGA L. (2018) The Initial Public Offering Decision: A Survey of Kenya Corporate Finance Officers. *European Journal of Business and Management* Vol.10, No.27
- MAKSIMOVIC, V., et PICHLER, P. (2001). Technological innovation and initial public offerings. *Review of Financial Studies*, 14(2), 459-494.
- MAUG, E. (1998). Large shareholders as monitors: Is there a trade-off between liquidity and control? *Journal of Finance*, 53(1), 65-98.
- MAYUR, M., et KUMAR M. (2013). « Determinants of going-public decision in an emerging market: evidence from India ». *Vikalpa* 38 (1): 65–86.
- MELLO, S., et PARSONS, E. (1998). Going public and the ownership structure of the firm. *Journal of Financial Economics*, 49(1), 79-109.
- MODIGLIANI, F., et MILLER, M. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *American Economic Review*, 53(3), 433-43.
- N'DRI L.K. et ADEROMOU R.B. (2011). Les introductions en bourse à la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM) : Théorie et Analyse du cas des sociétés non cotées du Bénin. ICITI.
- PAGANO M. (1993). The flotation of companies on the stock market: A coordination failure model. *European Economic Review*, 37(5), 1101-1125.
- PAGANO M., PANETTA F. et ZINGALES L. (1998). Why do companies go public? An empirical analysis. *The Journal of Finance*, 53(1), 27-64.
- 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*, 113(1), 187-225.
- PARK, H. J. (1990). Survey on the determinants for the initial public offering. Mimeo, April.
- PILVERDIER-LATREYTEN .J. (1997). Marchés boursier français: lecture de la cote. *Encyclopédie des marchés financiers, éd. Y. Simon, Economica*.
- PIN, S., et PEIHWANG, WEI (2006). Why do companies choose to go ipos? New results using data from Taiwan. No 2005–07, *Working Paper*, University of New Orleans, Department of Economics and Finance.
- POULSEN A.B. et STEGEMOLLER M. (2008). Moving from private to public ownership: selling out to public firms versus initial public offerings. *Financial Management*, 37(1), 81-101.

- RITTER J.R. (1987). The costs of going public. *Journal of Financial Economics*, 19(2), 269-281.
- RYDQVIST K. et HÖGHOLM K. (1995). Going public in the 1980s: Evidence from Sweden. *European Financial Management*, 1(3), 287-315.
- Scott, J. H. (1976). A theory of optimal capital structure. *Bell Journal of Economics*, 7(1), 33-54.
- STOUGHTON, NEAL M., et ZECHNER, J (1998). IPO mechanisms, monitoring and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 49(1), 45-78.
- STOUGHTON; NEAL M., WONG, KIT PONG; et ZECHNER, J. (2001). IPOs and product quality. *Journal of Business*, 74(3), 375- 408.
- SUBRAMANYAM A., et TITMAN, SHERIDAN (1999). The going public decision and the development of financial markets. *Journal of Finance*, 54(3), 1045-1082.
- TAYLOR, S., et BOGDAN, L. (1984). Introduction to qualitative research methods : the search for meaning. New York : Wiley.
- TICHEMENI E. (1997). « Marchés émergents ». *Encyclopédie des marchés financiers, Paris Economica*, 913–930.
- TITMAN, S. et GRINBLATT M. (1998). « Financial markets and corporate strategy ». *the McGraw-Hill*.
- YOSHA, O. (1995). « Information disclosure costs and the choice of financing source ». *Journal of Financial intermediation* 4 (1): 3–20.
- ZINGALES, L. (1995). Insider ownership and the decision to go public. *Review of Economic Studies*, 62(3), 425-448.