

## **Introduction en bourse et croissance. Pourquoi les chefs d'entreprise algériens sont réticents ? Résultats d'une enquête exploratoire**

### **Initial Public Offerings and growth. Why Algerian Businesses leaders are reluctant ? Results of an exploratory study**

**LALALI Rachid<sup>1</sup>**

Maitre de conférences B/ Université de Bejaia  
rachidlalali@yahoo.fr

Date de soumission: 23/02/2020/ Date d'acceptation: 04/11/2020/ Date de publication:11/12/2020

#### **Résumé :**

L'introduction en bourse (IEB) est une solution qui ne permet pas uniquement aux chefs d'entreprise de lever les fonds dont ils ont besoin, mais aussi et surtout, d'apporter de profonds changements au fonctionnement de leur entreprise. L'objet de cet article est d'explorer, à l'aide des résultats d'une enquête de terrain, les facteurs contraignants qui expliquent la réticence de ces chefs d'entreprise à l'égard de l'IEB. Outre les caractéristiques des entreprises, les raisons de cette réticence s'expliquent par des facteurs inhérents à l'environnement externe dans lequel elles opèrent.

**Mots-clés :** Bourse d'Alger, entreprises algériennes, IEB, contraintes à l'IEB

**Code JEL :** G19

#### **Abstract:**

The Initial Public Offering (IPO) is a solution that not only allows entrepreneurs to raise the funds they need, but also and above all, to bring about profound changes in the way their businesses operate. The purpose of this article is to explore, using the results of a field survey, the constraining factors that explain the reluctance of these business leaders towards IPO. In addition to the characteristics of companies, the reasons for this reluctance can be explained by factors inherent in the external environment in which they operate.

**Keywords:** stock market, Algerian companies, IPO, constraints at the IPO

**Jel Classification Codes :** G19

#### **Introduction:**

Dans un contexte caractérisé par le durcissement des conditions d'accès au financement bancaire des entreprises algériennes (EA), l'introduction en bourse (IEB), entendue, *loto sensu*, comme l'opération qui consiste à émettre des titres sur

---

<sup>1</sup> **Auteur Correspondant :** LALALI Rachid **E-Mail :** rachidlalali@yahoo.fr

le marché financier, devient une nécessité pour leur croissance interne et/ou externe. Une telle opération ne leur servira pas uniquement à réconforter leur situation financière, mais également à s'inscrire dans une dynamique entrepreneuriale qui leur permet une croissance durable (Kim et Weisbach, 2005). Selon les enseignement de la théorie économique, cela devrait permettre à l'entreprise de lever plus de fonds sur le marché, de renforcer les mécanismes de sa gouvernance, d'améliorer sa notoriété, de déterminer sa juste valeur et de renforcer le sentiment d'appartenance de son personnel (Pagano et Roell, 1998 ; Pagano, 1993 ; Lowry, 2003 ; Kim & Weisbach, 2005 ; Shen & Wei, 2007; Hillier, Grinblatt & Titman, 2011; Riva, 2012 ; Mahieux, 2016 ; Fadil, 2016, Boulton & Campbell, 2016 ; Jeppsson, 2018 ; He, Ma, Wang, & Xiao, 2019).

La création de la bourse des valeurs en Algérie remonte à 1998, lors de l'émission des premiers titres financiers (Eriad-Setif, Saidal-Alger et EGT-Aurassi). A partir de 2012, cette bourse devint accessible avec des conditions moins contraignantes aux petites et moyennes entreprises (PME). Afin de permettre une plus grande cotation, le cadre réglementaire et institutionnel régissant son fonctionnement et organisation n'a pas cessé de faire l'objet de révisions. Toutefois, force est de constater qu'aujourd'hui, le financement bancaire de ces entreprises, bien que l'accès soit très restreint, constitue leur unique source de financement externe (Lalali, 2016). En 2019, seulement six entreprises, dont une PME, sont cotées en bourse. L'environnement, interne et externe, dans lequel évoluent ces dernières n'est pas encore propice pour que celles-ci inscrivent leur démarche de croissance future dans l'optique de la diversification *via* l'IEB. Quelles en sont les principales raisons ? S'intéressant à cette question, Bradai (2016) s'est focalisé sur l'analyse de la performance des entreprises algériennes avant et après l'IEB. Il fournit, entre autre, une revue première des facteurs qui freinent encore le décollage du marché financier algérien. De son côté, Meddahi (2017) s'est intéressé à la question de savoir pourquoi la Bourse d'Alger est très peu attractive. De l'autre, Drissi (2016) a essayé d'expliquer la léthargie de la Bourse d'Alger à partir de la description des caractéristiques des EA. Les résultats mis en exergue, mettent au point le caractère multidimensionnel des raisons contraignant le développement du marché boursier en Algérie.

S'insérant dans le prolongement et l'approfondissement de ces études, le but du présent article est de mettre en lumière les facteurs explicatifs de la réticence des propriétaires-dirigeants des EA de recourir à l'utilisation de la bourse comme levier de croissance. Il se démarque des précédents, par le fait que c'est plutôt l'approche des chefs d'entreprise qui est retenue pour expliquer cette réticence. Il s'articulera autour de deux points essentiels. D'abord, il nous permet de prendre connaissance, au plan de la littérature, de l'intérêt que peut revêtir la décision d'IEB pour l'entreprise. Ensuite, après avoir exposé le cadre méthodologique adoptée, il s'attachera à la discussion des résultats empiriques de notre enquête, menée auprès d'un échantillon de 100 chefs d'entreprise, au sujet de l'IEB et de l'image qu'ils se font de celle-ci par rapport à la croissance de leur entreprise.

### **1. Les attributions théoriques d'une IEB :**

Dans cette brève synthèse de littérature, nous tenterons de présenter les soubassements théoriques qui sous-tendent notre objectif de recherche. Nous l'aborderons sous l'angle de trois approches théoriques : financière, de gouvernance et de représentation de l'entreprise.

### **1.1. L'IEB et structure financière de l'entreprise :**

Comme l'ont si bien démontré les auteurs de la théorie financière, la bourse constitue un levier de développement de la structure financière de l'entreprise et de financement par excellence de sa croissance à moyen et long termes (Pagano, 1993 ; Pagano, Panetta & Zingales, 1998 ; Jacquillat, 1994 ; Bayala, 2002 ; Levine, 2005 ; Merton, 1995 ; Kim & Weisbach, 2005 ; Merton & Bodie, 2007 ; Demirgüç-Kunt & Levine, 2008 ; Bagneris, 2008 ; Hillier & al., 2011 ; Riva, 2012 ; Fadil, 2016 ; Jeppsson, 2018 ; Fan, 2019). En effet, dans un contexte où la contrainte financière est placée au cœur des difficultés auxquelles sont confrontées les entreprises, notamment du secteur de la PME, le marché financier, en émettant et/ou en vendant des titres, leur offre la possibilité d'obtenir couramment des liquidités (Kim & Weisbach, 2005 ; Riva, 2012 ; Mahieux, 2016). Du point de vue de la finance de l'entreprise, cela traduit une sorte de transformation de la structure de financement et de propriété des dites entreprises (Serve, 2007). Celles-ci passent ainsi d'un financement fondé sur l'endettement et/ou l'autofinancement vers un financement fondé sur l'actionariat, ce qui pourrait avoir comme effet une réduction de leurs dettes et coûts de financement (Kim & Weisbach, 2005). En conséquence, cela suppose un renforcement de leurs fonds propres qui débouche fréquemment sur l'accroissement de leur capacité d'endettement et de leur aptitude à négocier de nouveaux financements et à moindre coût (Pagano & al., 1998 ; Bayala, 2002 ; Sentis, 2005 ; Mahieux, 2016 ; Fadil, 2016 ; Fan, 2019).

L'autre avantage financier que peut procurer une IEB trouve sa raison d'être dans la théorie des incitations. Conformément aux enseignements de cette dernière, l'IEB donne à l'entreprise cotée le privilège de subir systématiquement moins de pressions fiscales puisqu'une entreprise cotée n'est pas traitée, au plan fiscal, de la même manière que celle qui ne l'est pas. Grosso modo, là où les marchés financiers sont de tailles modestes et peu développés, les autorités publiques recourent aux mécanismes d'incitations financières et fiscales comme principal instrument pour orienter la politique de financement des entreprises vers la bourse.

### **1.2. L'IEB et efficacité managériale de l'entreprise :**

Sous l'angle de la théorie de la gouvernance, l'IEB est souvent indiquée comme instrument d'efficacité managériale de l'entreprise et mécanisme disciplinaire de ses dirigeants (Pagano, 1993 ; Pagano & al., 1998 ; Levine, 2005 ; Merton, 1995, Merton & Bodie, 2007 ; Fadil, 2005 ; Demirgüç-Kunt & Levine, 2008 ; Bagneris, 2008 ; Riva, 2012 ; Mahieux, 2016 ; Fadil, 2016 ; Boulton & Campbell, 2016 ; Azevedo, 2018). Pour d'autres, c'est une solution efficace pour une évaluation correcte et à jour de l'entreprise cotée (Zingales, 1995 ; Dalmas, 1999 ; Mahieux, 2016 ; He & al., 2019). Via l'intrusion de nouveaux actionnaires, cette introduction devrait permettre une plus grande connaissance de la valeur réelle de l'entreprise sur le marché (Dalmas, 1999), ce qui pourrait faire l'objet d'un baromètre pour ses actionnaires afin de mesurer le degré de l'efficacité de la conduite stratégique de leurs dirigeants. L'exigence de publication de la situation financière de l'entreprise et la transparence informationnelle recommandée à ses dirigeants est de nature à renforcer davantage sa gouvernance. Comme mécanisme disciplinaire, l'IEB permet alors de bien guider et contrôler le comportement de ces dirigeants de sorte à bien délimiter leur espace discrétionnaire.

Au sens de la théorie de l'agence, l'efficacité des contrôles qui en résulte est davantage susceptible de renforcer la protection des intérêts des actionnaires par rapport aux comportements opportunistes de leurs dirigeants (Jensen, 1991 ; Pagano & al., 1998). C'est dans cette optique que Pagano et al. (1998) ont si bien démontré que la décision de s'introduire en bourse exerce un effet positif sur la réduction des asymétries d'information entre les propriétaires d'entreprise et leurs dirigeants. En outre, ces dirigeants auront plus d'intérêts en agissant dans le sens et pour le compte des premiers puisque un sentiment de mécontentement à l'égard de la politique de gestion de leur entreprise les pousse à s'en débarrasser de leurs titres et, par voie de conséquence, à réduire de la valeur de l'entreprise sur le marché (Fadil, 2005, 2016).

### **1.3. L'IEB et reconnaissance de l'entreprise :**

A la lumière de la théorie de la représentation, l'IEB est l'expression de l'accroissement de la notoriété de l'entreprise et la visibilité de ses titres sur le marché (Merton, 1987 ; Tsurushima, 2006 ; Hillier & al., 2011 ; Chemmanur & He, 2011 ; Fadil, 2016). En effet, cette introduction est d'abord tributaire de la capacité de cette entreprise à satisfaire les conditions requises par l'autorité compétente. Une fois introduite, la bourse lui permettrait de renforcer sa réputation et de surcroît, une importante publicité auprès de ses différents partenaires. De même, la crédibilité managériale et financière des dirigeants de cette entreprise *vis-à-vis* de ces derniers se reconnaît alors davantage. Dans ces conditions, c'est plutôt l'image de marque de l'entreprise qui se renforce et s'améliore (Chionel & Royer, 2008). L'obligation de transparence et de publication régulière des informations concernant la situation financière et économique de l'entreprise cotée renforce encore davantage cette image. Cela, pour certains économistes, est de nature à mieux consolider son accès au financement bancaire et, par voie de conséquence, le pouvoir de ses dirigeants à négocier les prêts bancaires à des conditions moins contraignantes (Fadil, 2016 ; Fan, 2019; He & al., 2019).

L'autre aspect majeur de reconnaissance de l'entreprise réside dans le fait que son IEB constitue, selon d'autres économistes, un moteur d'efficacité personnelle concernant le renforcement de la motivation et la consolidation du sentiment d'appartenance et de fierté pour son personnel (Grimblatt & Titman, 2002 ; Chionel & Royer, 2008). Etant donné que l'image de marque de l'entreprise est, lato sensu, perçue comme un facteur de mesure du degré de rattachement de son personnel à la stratégie globale adoptée par ses dirigeants, ce rattachement se voit alors conforté davantage grâce au développement de l'actionnariat salarié. Globalement, l'entreprise qui affiche clairement son désir d'IEB traduit le principe de la volonté de ses dirigeants à orienter son mode d'organisation et de fonctionnement de sorte à faire de la transparence une règle fondamentale. Une fois introduite, l'entreprise sera évaluée correctement et objectivement selon les normes du marché. Du côté de son personnel, cela traduit sa plus grande implication dans la vie quotidienne de l'entreprise et, par-là, un renforcement du climat de confiance (*employés-employeur*) au sein de cette entreprise.

### **2. Les contraintes de l'IEB des EA. Résultats de l'enquête exploratoire :**

L'étude s'inscrit dans le cadre d'une méthodologie de type exploratoire visant, à l'aide de notre revue de littérature, à étudier, analyser et comprendre les facteurs contraignant le développement du modèle par IEB en Algérie. Elle repose sur les résultats d'une enquête de terrain effectuée auprès d'un échantillon de chefs

d'entreprise et de cadres de la bourse d'Alger. Bradai (2016), en utilisant cette approche, explique le rapport distant entre l'entreprise et la bourse par les quatre facteurs suivants : i) *la préférence pour le crédit bancaire* ; ii) *la réticence à l'ouverture du capital* ; iii) *le durcissement des conditions d'admission* et ; ix) *la faiblesse de la culture boursière*. En plus, Meddahi (2017), en sa qualité d'expert, renvoi cette question à : i) *la politique de la privatisation des entreprises publiques qui a été réalisée en dehors de la bourse* ; ii) *l'importance du secteur informel qui joue en défaveur de l'IEB* et ; iii) à un degré moindre, *l'influence de la religion sur les décisions financières des agents économiques*.

## 2.1. La démarche méthodologique et hypothèses de la recherche :

### 2.1.1. Construit méthodologique et choix de l'échantillon :

Comme toute recherche en économie, la démarche méthodologique adoptée dans le cadre de la présente étude est de type, hypothético-déductive. Guidée par notre questionnement de départ, elle s'apparente à une suite logique de raisonnements et de construction de connaissances portés par l'observation, l'analyse et la déduction. Pour y parvenir, la technique d'investigation est alors retenue comme principal outillage. Elle consiste en une enquête de terrain par questionnaire (*auto-administrée*) que nous avons menée auprès d'un échantillon de chefs d'entreprise et de cadres de la bourse d'Alger (*processus d'observation et d'exploration*). C'est une opportunité qui nous est offerte pour éprouver les facteurs contraignants qui peuvent expliquer la réticence de ces chefs d'entreprise à l'égard de l'IEB (*processus d'analyse, de compréhension et de déduction*).

L'exercice consiste alors à recueillir des données et informations auprès d'une population cible composée de 100 chefs d'entreprise. A la fin de l'opération, 80 réponses (*questionnaires*) ont été retournées et exploitées. En ce sens, la méthode d'échantillonnage non probabiliste axée sur le prélèvement au jugé (*choix raisonné*) a été retenue. Se fondant sur un certain nombre de critères et jugements qui sont les nôtres (secteur et statut juridique, capacité d'IEB, taille de l'entreprise, capital social et branche d'activité), la formule consiste en la sélection des entreprises de notre échantillon d'une manière arbitraire (*à l'aveuglette*). Pour ce faire, nous avons opté pour un mode d'administration en face-à-face. L'opération a été réalisée durant le premier semestre de l'année 2018.

**Tableau n° 1 : Le champ d'observation des données**

	Entreprises publiques	Entreprises privées	Total
Petites et moyennes entreprises	1% (n=1)	33% (n=26)	34% (n=27)
Grandes Entreprises	26% (n=21)	40% (n=32)	66% (n=53)
Total	27% (n=22)	73% (n=58)	100% (n=80)

Source : établi par l'auteur

Pour la constitution de l'échantillon, nous avons utilisé comme base essentielle de sélection, les deux régions suivantes: Alger et Bejaia. A ce niveau, nous avons ciblé uniquement les grandes et moyennes entreprises potentiellement accessibles à la cotation. Pour les définir, nous nous sommes appuyés sur les résultats d'un recensement non exhaustif effectué par nous mêmes et portant sur leur nombre, leur taille ainsi que leur répartition par secteur et statut juridique.

**Tableau n°2** : Répartition de l'échantillon suivant les critères retenus

Branche d'activité	Commerce	Industrie	Services	BTP
	06% n=5	68% n=54	12% n=10	14% n=11
	<b>1 à 10</b>	<b>11 à 50</b>	<b>51 à 250</b>	<b>+ de 250</b>
Taille	00% n=0	00% n=0	26% n=21	74% n=59
	<b>- de 5 ans</b>	<b>5 à 10 ans</b>	<b>10 à 15 ans</b>	<b>+ de 15 ans</b>
Age	2% n=0	8% n=0	26% n=0	58% n=0
	<b>EI/EURL</b>	<b>SARL</b>	<b>SNC</b>	<b>SPA</b>
Statut	00% n=0	30% n=24	01% n=1	69% n=55

Source : établi par l'auteur

Les entreprises du secteur de l'industrie occupent près de 68% du total de l'échantillon étudié. Le reste est partagé entre les secteurs du BTP (14% de total des entreprises), des services (10% de total des entreprises) et du commerce (5% de total des entreprises). Par rapport à leur taille, la quasi-totalité, soit 74% des entreprises, sont des grandes (ayant plus de 250 salariés). Le reste est de type PME (entre 50 et 250 salariés). Relativement à l'âge de l'entreprise, la quasi-totalité de celles-ci possède plus de 10 ans d'existence (plus de la moitié ont plus de 20 ans). La dernière variable retenue pour mesurer le degré d'accessibilité de l'entreprise au marché financier est son statut juridique. Sur ce point, la majorité des entreprises étudiées sont de type SPA (soit 68% de l'échantillon). Concernant le critère du capital, il importe de rappeler, aussi bien pour les PME que pour les grandes, que la condition requise par la COSOB est satisfaite.

### 2.1.2. Construit hypothétique et choix des variables :

Le questionnaire est élaboré autour d'un ensemble de perceptions que nous avons sélectionnées et suggéré sous forme de réponses préalables. Les chefs d'entreprise sont ainsi interrogés sur la hiérarchie des positions qu'ils perçoivent par rapport à : i) *la perception* de la valeur d'une IEB dans la culture de l'entreprise ainsi que les avantages que peut leur procurer cette introduction ; ii) *la compréhension* des motivations d'une telle introduction et ; iii) *l'identification* des contraintes au développement des IEB. Pour cela, deux principales variables à expliquer (*variables dépendantes*) sont retenues. La première concerne la perception du marché financier mesurée par la valeur donnée à l'IEB comme levier de croissance pour l'entreprise, la seconde s'attache aux obstacles à l'IEB mesurée par la valeur donnée aux délateurs qui freinent son essor. Au plan opérationnel, deux catégories d'échelles de mesures sont alors utilisées : *une échelle ordinale* prenant les valeurs de type (A : Très important ; B : Important ; C : Peu important ; D : Pas du tout important), et *une échelle nominale* consistant à nommer, sur une liste proposée, les trois premiers facteurs jugés prioritaires.

Sachant que notre objectif de départ est d'explorer les éléments les plus défavorables à l'IEB des EA, et partant des bienfaits théoriques que revêt cette introduction pour la croissance de l'entreprise, notre raisonnement, inscrit dans la même lignée que Bradai (2016), est construit sur le principe que la décision de s'introduire en bourse est favorisée par un contexte caractérisé par (hypothèses):

H1. *Egalité et équité dans le financement*. L'accessibilité à moindres coûts et à des conditions favorables au crédit bancaire influence négativement la décision des chefs d'entreprise en matière d'IEB.

H2. *Connaissance du marché*. L'absence de culture financière en général et celle de la bourse en particulier aurait un impact négatif sur les décisions d'IEB.

- H3. *Reconnaissance du marché.* La méconnaissance des bienfaits de la bourse comme levier de croissance laisse les chefs d'entreprise indifférents vis-à-vis de l'IEB.
- H4. *Stratégie d'entreprise.* Le manque de visibilité à moyen et long termes de la part des chefs d'entreprise ne les encouragent sans doute pas à s'IEB.
- H5. *Bonne gouvernance.* L'archaïsme du management, le manque de transparence et la crainte des propriétaires de perdre le pouvoir sur leur entreprise aurait un impact négatif sur la décision d'IEB.

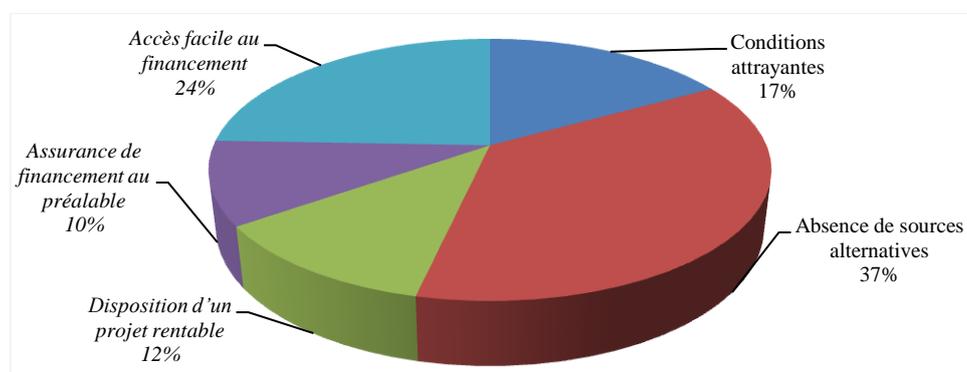
## **2.2. Analyse et discussion des résultats de l'enquête :**

Dans cette partie, il sera question d'exploiter les données et informations recueillies au moyen du questionnaire. Pour cela, notre raisonnement d'analyse sera construit en fonction des différentes variables et hypothèses indiquées.

### **2.2.1. De l'effet de la pro-cyclicité du crédit :**

La contrainte d'accès au financement externe pour les EA est l'expression de l'entrave de leur croissance. L'endettement bancaire, qui demeure encore leur source principale de financement à côté de l'autofinancement, n'est pas constamment facile à obtenir, notamment pour les PME privées. Il est souvent attaché à deux contraintes majeures (Lalali, 2016) : i) *l'obligation de justifier la demande par une garantie matérielle* et ; ii) *l'engagement de financer une partie du projet par un apport personnel*. Les graves pertes financières causées par la chute des cours du pétrole depuis juin 2014 et leurs effets négatifs sur la liquidité bancaire ont fortement montré l'insuffisance de la politique de crédit appliquée jusque-là, sur ces entreprises. Dès lors, la dynamique de croissance du crédit s'est renversée pour ainsi revenir à un cycle de contraction (*effet pro-cyclique*). Les exigences en matière d'accès au crédit bancaire, notamment pour financer le haut du bilan de ces entreprises, sont devenues plus dures et rigoureuses, ce qui suppose par ailleurs la nécessité de rechercher d'autres sources de financement.

Les résultats obtenus à propos des conditions de financement bancaire des besoins à MLT des EA montrent que la quasi-totalité des chefs d'entreprise interrogés avait pour dénominateur commun le durcissement de ces conditions. Plus de 60% des chefs de PME les perçoivent plutôt comme très difficiles à réunir. Ces conditions, même si ce constat n'est pas tout à fait partagé (par les dirigeants des grandes entreprises notamment), sont devenues plus contraignantes depuis 2014. En outre, l'utilisation d'autres formes de financements, en l'occurrence le *leasing* et le *capital investissement*, s'avère quasiment insignifiante au regard du crédit traditionnel. Bien que les raisons soient nombreuses et multiples, trois ont présentées un taux de réponse relativement élevé. Il s'agit par ordre d'importance de : i) *l'attachement au crédit bancaire* ; ii) *la méconnaissance des outils* et ; iii) *l'importance des coûts d'accessibilité à ce type de financement*. Portant, comme indiqué dans le figure 1, les chefs d'entreprise, notamment de type PME, s'accordent dans leur majorité à affirmer le fait que l'absence de sources de financement alternatives constitue une des raisons principales de leur recours à la banque après la crise de 2014.

**Figure n° 1 : Les raisons de l'endettement bancaire à MLT (après 2014)**

Source. Etabli par nos soins. Enquête 2018

### 2.2.2. La perception de l'IEB comme levier de croissance :

S'inscrivant dans la démarche de la diversification des sources de financement des EA, notre construit est focalisé sur l'IEB. Ainsi, comme première étape d'analyse, nous avons tenté de construire une approche de définition du financement par IEB. L'objectif est de tester l'hypothèse de l'ignorance de ce type de financement comme principal facteur contraignant de l'IEB des EA. Pour y parvenir, et conformément au corpus théorique en la matière, nous avons travaillé sur deux catégories d'indices : ceux qui présente l'IEB comme privilège au développement de l'entreprise cotée (Merton, 1987 ; Pagano & al., 1998 ; Chemmanur & Fulghieri, 1999 ; Grinblatt & Titman, 2002 ; Helwege & Liang, 2004 ; Kim & Weisbach, 2005 ; Chemmanur & He, 2011) et ceux qui la considère comme source de perte de plusieurs avantages (Campbell, 1979 ; Ritter, 1987 ; Bharath & Dittmar, 2006). Les tableaux n°3 et n°4 indiquent le détail des réponses obtenues.

Globalement, les résultats obtenus montrent que les chefs d'entreprise interrogés marquent très peu d'intérêt à la bourse, pourtant reconnue par eux-mêmes comme étant porteuse de nombreux avantages à la croissance de leur entreprise. À cet effet, cinq des sept items soumis à l'appréciation des chefs d'entreprise se distinguent par un taux élevé de convergence des réponses. Deux items présentent des fréquences cumulées supérieure à 70%. La *levée des fonds* et le *renforcement de la capacité managériale* des dirigeants des entreprises figurent, (respectivement 1<sup>ère</sup> et 2<sup>ème</sup> position en termes d'importance), comme étant les principaux apports d'une IEB (Cf. tableau n°3).

**Tableau n°3 : Perception positive d'une IEB***(en pourcentage)*

Indicateurs de perception	A&B	C&D
Augmentation de la capacité d'endettement	22,5	67,5
Renforcement de la capacité managériale	71,2	28,8
Levée des fonds	76,2	23,8
Renforcement de l'image de marque	63,7	36,3
Renforcement de la valeur	62,5	37,5
Positionnement sur le marché	60	40
Réduction de la pression sur les banques	36,2	63,8
Renforcement du contrôle et de la surveillance	33,7	66,3
Pouvoir de négociation de nouveaux prêts	26,2	73,8

**Source.** Etabli par nos soins. Enquête 2018.

Les trois autres perceptions indiquent des fréquences cumulées allant de 62,5% à 65%. Il s'agit respectivement de : i) *l'amélioration de l'image de l'entreprise* ; ii) *la maximisation de sa valeur* et ; iii) *le renforcement de sa place sur le marché*. La *réduction de la pression sur le secteur bancaire* et *l'augmentation de la capacité d'endettement de l'entreprise* ne sont pas perçues comme avantages majeures (soit des fréquences cumulées égale et inférieure à 40%). Cette perception est parfaitement corroborée par les cadres-dirigeants de la Bourse d'Alger que nous avons interrogés.

Le second niveau d'analyse de la perception des chefs d'entreprise porte sur les facteurs contraignant l'essor de l'IEB comme levier de croissance. En plus des indicateurs fortement répandus dans la littérature, nous avons travaillé sur d'autres paramètres que nous estimons importants dans le contexte algérien. L'objectif est alors de définir, dans ce contexte, la bourse *via* le cadre de réticence de l'IEB. Au total, les réponses obtenues varient d'un chef d'entreprise à l'autre, mais s'accordent dans leur majorité à affirmer la diversité des raisons qui les rend très hostiles à l'IEB (Cf. Tableau n°4).

**Tableau n°4 : Perception négative d'une IEB (en pourcentage)**

<i>Indicateurs de perception</i>	<b>A&amp;B</b>	<b>C&amp;D</b>
Perte de confidentialité	52,7	47,3
Perte de pouvoir sur l'entreprise	66,2	33,8
Coûts d'introduction élevés	45,0	55,0
Perte d'avantages tirés sur l'informel	70,0	30,0
Surveillance des dirigeants	58,8	31,2
Rendre compte aux actionnaires	27,5	72,5
obligation de distribuer des dividendes	31,2	68,8

**Source.** Etabli par nos soins. Enquête 2018.

Comparativement au contexte actuel dans lequel opèrent les EA, l'IEB est supposée, à hauteur de 95% des réponses, comme étant l'expression de perte de plusieurs avantages. Sur ce point, un des chefs d'entreprise interrogés nous souligne que, «*Certes, l'IEB est une décision décisive pour le développement d'une entreprise, mais seulement si toutes les conditions de sa réussite sont réunies. En Algérie, cette décision est l'objet d'un arbitrage forcé entre ce qu'on peut gagner de cette introduction et ce qu'on peut perdre notamment en matière de pouvoir sur l'entreprise, de l'informel, de la confidentialité, etc. (...) C'est pourquoi que je pense que dans l'état actuel des choses, il vaut beaucoup mieux ne pas s'engager dans une telle aventure (...)*» (Dirigeant d'une PME privée, 2018).

Sur les sept confirmations mobilisées dans l'explication des désavantages à l'IEB, trois présentent un taux très élevé de convergence des réponses. Les fréquences cumulées enregistrées pour ceux-ci sont presque égales ou supérieures à 60%. Il s'agit, par ordre d'importance, de : i) *la perte des avantages tirés de l'exercice des activités informelles* dans laquelle on déduit l'attachement au principe de non respect de la transparence ; ii) *la perte de pouvoir de gestion et de contrôle de l'entreprise* dans laquelle on déduit l'attachement à la confidentialité et à l'indépendance ; iii) *la surveillance des dirigeants et de leur entreprise* dans laquelle on déduit le penchant à la propriété de l'entreprise. L'obligation de transparence et de communication d'information au marché paraît également un désagrément pour les EA.

### 2.2.3. La motivation comme mécanisme d'incitation à l'IEB :

Tant au niveau de la théorie que de la pratique, l'IEB est dictée par un certain nombre de motivations. Celles-ci, bien qu'elles ne se développent pas naturellement et ne s'inculquent pas facilement, peuvent être d'ordre financier et/ou stratégique (*Cf. Infra*). Nous avons essayé de comprendre, à travers un certain nombre de confirmations, la place et l'importance que donnent les chefs d'EA à chaque type de motivation.

Tout en étant convaincu que la question de l'intégration de la culture boursière dans la conduite stratégique des chefs d'entreprise algériens appelle un examen plus approfondi, les responsables de la bourse d'Alger, comme l'ont si bien confirmé les résultats de notre enquête, font de la question de la motivation à l'IEB l'une de leurs plus grandes priorités. La démarche adoptée est inscrite dans l'optique de séduire les chefs d'entreprise à orienter la stratégie de développement futur de leur entreprise vers la bourse. Pour ce faire, l'action est fondée sur deux approches fondamentales. La première est de type *prospection en porte-à-port*, faisant de la communication, la sensibilisation et l'information l'outil principal pour faire connaître aux chefs d'entreprise les bienfaits de la bourse. Sur cette question, 82% des chefs d'entreprise enquêtés affichent un degré de satisfaction relativement très faible. La seconde approche est de type *renforcement du climat d'une IEB*, faisant de la recherche d'un environnement plus adéquat un outil pour faire gagner la confiance des chefs d'entreprise dans la bourse. Relativement à ce point, les chefs d'entreprise insistent dans leurs réponses que l'environnement global dans lequel évolue leur entreprise est en inadéquation avec les principes d'une économie de marché.

Relativement aux facteurs motivant l'IEB, *l'exonération d'impôts* sur les entreprises cotées-EIE (35%), la priorité en matière *d'accès des entreprises cotées aux marchés publics-AMP* (28%), *la prise en charge, par l'Etat, des frais d'IEB-PFI* (18%) sont les trois facteurs les plus cités par les chefs d'entreprise enquêtés. Par rapport au premier, l'Etat algérien a institué une exemption d'impôt sur la plus-value de cession, des droits d'enregistrement, et la réduction de l'impôt sur les bénéfices des sociétés (IBS) proportionnellement au taux d'ouverture du capital de l'entreprise cotée pendant 5 ans. Cette exemption, même si elle paraissait incitative, est toujours insuffisante selon 62% des chefs d'entreprise. C'est dans cette perception que N. Meddahi (2017) soutient l'idée de l'exonération totale de l'impôt sur la plus-value pour toute proportion de l'entreprise cotée. Le second facteur suppose, d'après plus de 50% des interrogés, la nécessité de la révision des procédures de répartition des marchés publics, notamment de grands montants, de sorte à instituer de nouvelles dispositions permettant de prioriser les entreprises cotées. Le troisième facteur permettant plus d'attractivité réside, selon près de 50% des chefs d'entreprise interrogés, dans la prise en charge d'une grande partie des coûts inhérents à l'opération d'introduction (avant, au cours et après l'IEB) supposés d'une extrême importance. Bien qu'ils ne soient pas fortement indexés, l'obligation de veiller aux intérêts des entreprises cotées-VIE et l'assouplissement des conditions d'accès au marché financier-ACA sont également indiqués comme facteurs à ne pas négliger.

Au-delà de la discussion de ces différents facteurs, il importe d'indiquer que, à l'instar des chefs d'entreprise et cadres-dirigeants de la Bourse d'Alger, la

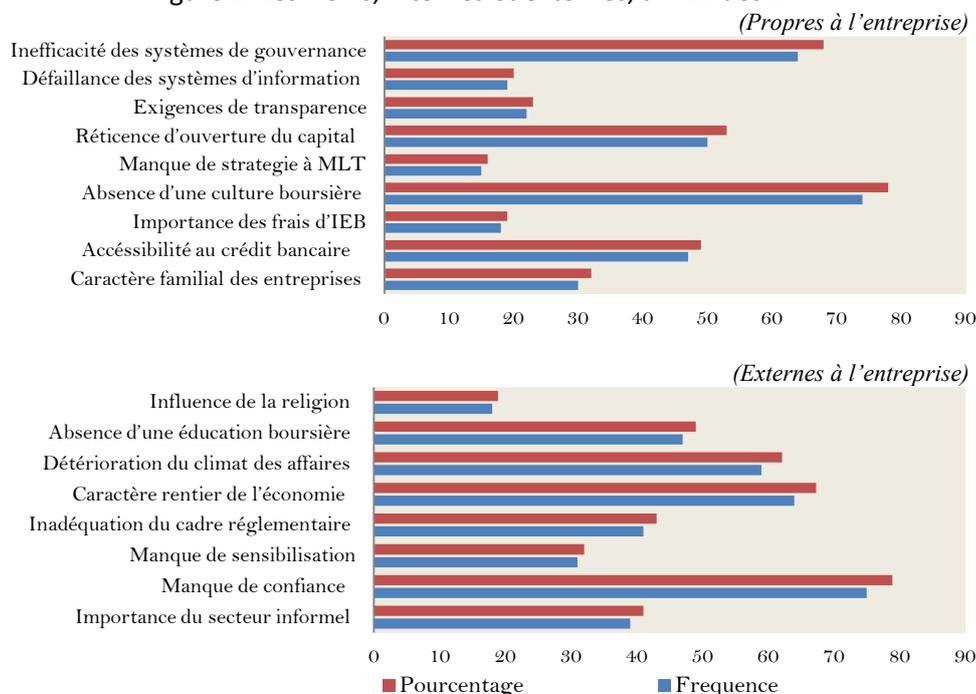
motivation à l'IEB suppose un travail de réflexion et de concertation très profond et orienté, non pas uniquement vers l'entreprise, mais aussi et surtout vers l'environnement global dans lequel elle évolue. C'est pourquoi, la forte collaboration des autorités publiques est, dans ce cas, plus qu'indispensable.

**2.2.4. Les contraintes au développement des IEB :**

Au regard de la diversité des facteurs, internes et externes, de la réticence des chefs d'EA à s'introduire en bourse, nous avons alors tenté de croiser la perception de ces derniers avec celle des cadres-dirigeants de la Bourse d'Alger, qui sont au nombre de 15. Les données descriptives mises en exergue montrent que presque toutes les perceptions sont retenues, mais à des degrés différents.

Relativement aux facteurs propres à l'entreprise, les statistiques mises au point ont permis d'observer l'intérêt accordé, aussi bien par les chefs d'entreprise que par les cadres-dirigeants de la Bourse d'Alger, à certain facteurs que ceux-ci jugent comme barrières à l'entrée en bourse (Cf. Figure 2). *L'absence de culture boursière*, selon 78% des répondants (soit 61 chefs d'entreprise et 13 cadres-dirigeant de la Bourse d'Alger), est indiquée comme premier facteur à l'origine de la frilosité des chefs d'entreprise à utiliser la bourse comme levier de croissance. *L'inefficacité des systèmes de gouvernance des EA* est exhibée en seconde position (56% des chefs d'entreprise et 91% des cadres-dirigeants de la Bourse d'Alger). *La réticence à l'ouverture du capital de l'entreprise* (52% des réponses) et *l'accessibilité au financement bancaire* (49 % des réponses) sont alors invoquées en troisième position. Bien qu'ils soient reconnues comme facteurs contraignants l'IEB des EA, *le caractère familial des entreprises privées, l'exigence de transparence, la défaillance des systèmes d'information des EA et l'importance de coûts d'IEB* sont faiblement incorporés dans la perception des interrogés.

Figure 2. Les freins, internes et externes, à l'IEB des EA



Source : établi sur la base des données de l'enquête 2018.

A cet effet, force est de constater que, même s'ils ont reconnu son importance, beaucoup de chefs d'entreprise ne possèdent pas suffisamment de connaissances sur le rôle et les mécanismes de fonctionnement d'une bourse. À titre d'illustration, près de 66 % de ces chefs d'entreprise ne connaissaient qu'à peine 10% des conditions requises pour l'IEB. De plus, leur culture boursière est très limitée. Elle est restreinte à son volet financement et à certaines connaissances d'ordre général et ordinaires. À l'instar de Meddahi (2017), l'absence de media spécialisé dans la diffusion et la communication de l'information sur la bourse et la finance explique, au moins en partie, cette situation. Dans ces conditions, l'intégration d'une démarche orientée vers la vulgarisation des bienfaits de la bourse doit faire l'objet d'un axe prioritaire de la politique ciblant la diversification des sources de financement de l'économie.

Du point de vue de la *corporate governance*, une grande partie des EA est fortement indiquée par un mode de gestion très peu efficace, ce qui était de nature à limiter le degré de leur ouverture et de leur transparence informationnelle *vis à vis* de leurs partenaires. Le manque de moyens financiers, techniques et logistiques, d'une part, et le rejet de l'idée de l'ouverture sur tout actionariat étranger, d'autre part, expliquent, en partie, l'adoption d'un modèle de gouvernance fermée. En d'autres termes, les chefs d'entreprise paraissent, dans la plupart des cas, incapables de gouverner suivant les règles universelles reconnues en la matière, ce qui corrobore les résultats de Meddahi (2017) et Bradai (2016). Conformément à la théorie économique de l'information, ces entreprises sont fortement spécifiées par le comportement très hostile de leurs dirigeants à véhiculer des informations financières et comptables conformes et détaillés. Elles ne sont pas encore dotées de systèmes d'information cohérents et capables de communiquer au marché une information en quantité désirée, en qualité souhaitée et au timing fixé (Lalali, 2016). Cela est de nature à contraindre davantage leur IEB étant donné que la transparence et la communication financière et informationnelle est exhibée comme une condition *sine qua non* de cette introduction. Par rapport à la stratégie d'entreprise, force est de reconnaître que la philosophie court-termiste et axée sur la logique de la maximisation du profit l'emporte sur la vision de développement sur le long terme et devant être axée sur un management stratégique. S'agissant des contraintes stratégiques auxquelles sont confrontées les EA, elles relèvent, par ordre d'importance, de : i) *la non maîtrise de la technologie* ; ii) *la non maîtrise des principes universels du management* ; iii) *l'absence de compétences managériales* ; ix) *l'archaïsme des schémas organisationnels des entreprises* ; ix) *l'incapacité de s'adapter à la logique concurrentielle* et ; x) *l'absence d'une approche fondée sur l'innovation*.

Quant aux contraintes externes à l'entreprise, *le manque de confiance* dans le système financier, *le caractère rentier de l'économie algérienne* et *la détérioration du climat des affaires* comme composantes principales de notre construit expliquent, en grande partie, pourquoi les chefs d'entreprise sont hostiles à l'IEB. Outre ces trois facteurs, *l'importance de l'informel*, *l'inadéquation du cadre réglementaire* régissant les opérations boursières et *l'insuffisance des actions de sensibilisation et d'information* sur les bienfaits d'une IEB sont aussi invoqués, même si à un degré moindre, contraignants.

En sus de sa forte dépendance au secteur des hydrocarbures ainsi que ses conséquences vulnérables sur le processus de l'industrialisation (*Dutch disease*),

l'économie algérienne demeure encore fragile, peu structurée et incapable de s'insérer dans l'optique de la diversification. Son tissu industriel est fortement composé de petites et très petites entreprises (plus de 99% du total des PME en 2018). Ces dernières, en plus de leur caractère fortement fragile, évoluent dans un contexte caractérisé par l'existence de deux contraintes majeures : i) *l'accès au financement formel très limité*, ce qui n'encourage sans doute pas la promotion de leur productivité et ; ii) *l'utilisation des technologies d'information et de communication très restreinte*, ce qui les empêche de s'inscrire dans le spectre de l'innovation. L'attractivité des firmes internationales, à l'exception de celles qui interviennent dans le secteur des hydrocarbures, est relativement très faible. D'un autre côté, l'ampleur et l'étendue des activités que ces entreprises exercent dans l'informel tendent à altérer les règles de la discipline du marché et, par voie de conséquence, à rejeter le modèle par IEB.

La détérioration du climat des investissements dans lequel évoluent les EA n'a pas et n'encourage sans doute pas l'utilisation de la bourse comme levier de croissance. Ce climat est essentiellement caractérisé, en sus de l'instabilité des indicateurs macroéconomiques, par un certain nombre de souffrances liées essentiellement aux lourdeurs bureaucratiques, à l'inefficience de l'administration économique, à la corruption et à l'inadéquation des dispositifs juridiques et réglementaires. L'esprit des réformes et des contre-réformes (*go and stop*), que les pouvoirs publics ont adopté depuis le début des années 2000, a fortement joué en défaveur de l'accroissement des investissements productifs d'envergures et à long terme et, par-là, de l'utilisation de la bourse comme levier de cet accroissement.

#### **Conclusion :**

La question de l'IEB des entreprises a suscité de nombreux débats tant au niveau théorique que pratique. S'intéressant au contexte algérien, notre étude est exclusivement orientée vers la recherche des facteurs qui contraignent ces entreprises à s'introduire en bourse. A cet effet, le traitement des résultats de l'enquête que nous avons réalisé auprès des chefs d'entreprise d'un échantillon de 80 entreprises nous a permis de conclure que les raisons de la réticence de ces derniers à utiliser la bourse comme levier de croissance sont nombreuses et disparates. Toutefois, et pour ne traiter que celles qui caractérisent l'entreprise, l'étude a débouché sur la confirmation de nos hypothèses de recherche. En somme, il nous est apparu que la réticence des chefs d'entreprise à s'introduire en bourse est fortement liée à leur fort attachement au crédit bancaire classique, à la faiblesse de leur culture boursière et méconnaissance des bienfaits que peut leur apporter la bourse en cas d'introduction, à l'inadéquation de leurs mécanismes de gouvernance et de leur système de diffusion d'informations et, enfin, à l'absence d'une stratégie d'entreprise orientée sur le long terme. L'étude nous a permis également de comprendre que cette question n'est pas uniquement l'affaire de l'entreprise mais aussi celle des autres acteurs qui l'entourent. Un examen plus approfondi et plus critique de la perception de ces derniers pourra sans nul doute nous permettre de bien clarifier les autres facteurs contraignants de l'IEB. Dans le même sillage, l'utilisation des approches quantitatives devraient nous permettre de mieux appréhender l'impact de chacune des variables étudiées sur la décision d'IEB.

Ces résultats, plus au moins affirmés, nous permettent d'ouvrir le champ sur de nouvelles pistes de recherche dont trois méritent une attention particulière.

D'abord, il nous semble très intéressant de tester les variables de notre étude auprès des épargnants afin d'appréhender leur attitude *vis-à-vis* de l'investissement de leur épargne sous forme d'achat de titres financiers. Il serait, ensuite, mieux d'orienter la réflexion vers l'examen des mécanismes de fonctionnement et d'organisation de la Bourse d'Alger. Enfin, il faille discuter en profondeur le cadre institutionnel dans lequel évoluent les entreprises et la bourse en Algérie.

### Références Bibliographiques :

- Azevedo, A., Guney, Y., & Leng, J. (2018). Initial public offerings in China: Underpricing, statistics and developing literature. *Research in International Business and Finance*, 46, 387-398. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2018.04.011>
- Bayala, B. S. A. (2002). *La Bourse Régionale des Valeurs Mobilières en Afrique de l'Ouest: l'introduction en bourse*. Groningen: s.n. Thèse de Doctorat. Consulté à l'adresse <http://hdl.handle.net/11370/8ce5c6ae-cbb8-462b-aeb0-f65db2e484d0>
- Bharath, T., & Dittmar, K. (2006, mars 12). To be or not to be (public): Using going private transactions to examine why firms go public. *SSRN working paper*. Consulté à l'adresse <https://ssrn.com/abstract=951710>.
- Bodie, Z., & Merton, R. (2007). *Finance* (2<sup>e</sup> éd.). Paris : Pearson Education.
- Boulton, T. J., & Campbell, T. C. (2016a). Managerial confidence and initial public offerings. *Journal of Corporate Finance*, 37, 375-392. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.01.015>
- Boulton, T. J., & Campbell, T. C. (2016b). Managerial confidence and initial public offerings. *Journal of Corporate Finance*, 37, 375-392. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.01.015>
- Bradai, A. (2016). Impact de l'introduction en bourse sur la performance de l'entreprise algérienne. *La Revue des Sciences Commerciales*, 16(2), 262-276. Consulté à l'adresse <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/35891>
- Brau, J. C., & Fawcett, S. E. (2006). Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice. *The Journal of Finance*, 61(1), 399-436. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00840.x>
- Campbell, T. S. (1979). Optimal Investment Financing Decisions and the Value of Confidentiality. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 14(5), 913. <https://doi.org/10.2307/2330297>
- Chemmanur, T. J., & He, J. (2011). IPO waves, product market competition, and the going public decision: Theory and evidence. *Journal of Financial Economics*, 101(2), 382-412. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.03.009>
- Chemmanur, T. J., & Yan, A. (2004). Product Market Advertising and Initial Public Offerings: Theory and Empirical Evidence. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.486713>
- Chionel, A., & Royer, G. (2008). *Le marché financier, structures et acteurs* (6<sup>e</sup> éd.). Paris : La revue banque éditeur.
- Dalmas, J. (1999). Communication financière et introduction en bourse. *LEGICOM*, 19(3), 3. <https://doi.org/10.3917/legi.019.0003>
- Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (2008). Finance, Financial Sector Policies, and Long-Run Growth. *Policy Research Working Paper, World Bank*, (4469). Consulté à l'adresse <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/6443> License: CC BY 3.0 IGO
- Draho, J. (2004). *The IPO Decision: Why and how Companies Go Public*. USA : Edward Elgar Publishing.
- Drissi, A. (2016). L'entreprise algérienne et la bourse quel intérêt ? Aperçu sur l'expérience tunisienne dans le marché alternatif. *L'entreprise*, 5(5), 1-24. Consulté à l'adresse <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/35891>
- Fadil, N. (2012). Introduction en Bourse, conduite stratégique et performance des moyennes entreprises françaises: une étude empirique. *Revue internationale P.M.E.*, 18(3-4), 125-148. <https://doi.org/10.7202/1008485ar>
- Fadil, N. (2016). Contribution de la cotation en Bourse à l'entrepreneuriat international. *Revue de l'Entrepreneuriat*, 15(1), 81. <https://doi.org/10.3917/entre.151.0081>
- Fan, P. (2019). Debt retirement at IPO and firm growth. *Journal of Economics and Business*, 101, 1-16. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2018.08.004>
- Grimblatt, M., & Titman, S. (2002). *Financial markets and corporate strategy* (2<sup>e</sup> éd.). New York : McGraw-Hill.
- Helwege, J., & Liang, N. (2004). Initial Public Offerings in Hot and Cold Markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39(3), 541-569. <https://doi.org/10.1017/s0022109000004026>
- He, P., Ma, L., Wang, K., & Xiao, X. (2019). IPO pricing deregulation and corporate governance: Theory and evidence from Chinese public firms. *Journal of Banking & Finance*, 107, 105606. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2019.08.004>

- Hillier, D., Grinblatt, M., & Titman, S. (2011). *Financial Markets and Corporate Strategy* (2<sup>e</sup> éd.). London : McGraw-Hill.
- Jacquillat, B. (1994). *L'introduction en bourse* (2<sup>e</sup> éd.). Paris : PUF.
- Jensen, M. C. (1991). Corporate control and the politics of finance. *Journal of Applied Corporate Finance*, 4(2), 13-34. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.1991.tb00603.x>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(76\)90026-x](https://doi.org/10.1016/0304-405x(76)90026-x)
- Kim, W., & Weisbach, M. (2005). Do Firms Go Public to Raise Capital? *SSRN working paper*. <https://doi.org/10.3386/w11197>
- Lalali, R. (2016). *Problématique de l'intermédiation financière en Algérie : entre instabilité financière internationale et exigences de transformation de l'activité des banques*. Université de Béjaïa, Algérie : Thèse de doctorat.
- Levine, R. (2005). Finance and Growth: Theory and Evidence. In P. Aghion & S. Durlauf (Éd.), *Handbook of Economic Growth* (1<sup>er</sup> éd., p. 865-934). North Holland : chapter 12, Volume 1, Elsevier.
- Lowry, M. (2003). Why does IPO volume fluctuate so much? *Journal of Financial Economics*, 67(1), 3-40. [https://doi.org/10.1016/s0304-405x\(02\)00230-1](https://doi.org/10.1016/s0304-405x(02)00230-1)
- Mahieux, X. (2016). Choix du financement externe en fonds propres des PME et ETI : private equity ou Bourse? *Revue d'économie financière*, 121(1), 291. <https://doi.org/10.3917/ecofi.121.0291>
- Meddahi, N. (2017, août 15&16). Investir à la bourse des actions d'Alger? *Quotidien El Watan*.
- Merton, R. C. (1987). A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information. *The Journal of Finance*, 42(3), 483-510. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1987.tb04565.x>
- Merton, R. C. (1995). A Functional Perspective of Financial Intermediation. *Financial Management*, 24(2), 23. <https://doi.org/10.2307/3665532>
- Pagano, M. (1993). The flotation of companies on the stock market. *European Economic Review*, 37(5), 1101-1125. [https://doi.org/10.1016/0014-2921\(93\)90111-m](https://doi.org/10.1016/0014-2921(93)90111-m)
- Pagano, M., Panetta, F., & Zingales, L. (1998). Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, 53(1), 27-64. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.25448>
- Pagano, M., & Roell, A. (1998). The Choice of Stock Ownership Structure: Agency Costs, Monitoring, and the Decision to Go Public. *The Quarterly Journal of Economics*, 113(1), 187-225. <https://doi.org/10.1162/0033553985555568>
- Ritter, J. R. (1987). The costs of going public. *Journal of Financial Economics*, 19(2), 269-281. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(87\)90005-5](https://doi.org/10.1016/0304-405x(87)90005-5)
- Riva, F. (2012). Production de liquidité par les marchés boursiers, valorisation des actifs et coûts de financement. *Revue d'économie financière*, 2(106), 37-48. Consulté à l'adresse [https://www.persee.fr/doc/ecofi\\_0987-3368\\_2012\\_num\\_106\\_2\\_5939](https://www.persee.fr/doc/ecofi_0987-3368_2012_num_106_2_5939)
- Sentis, P. (2005). Introduction en Bourse. Quelles stratégies pour l'entreprise candidate. *Revue française de gestion*, 31(158), 225-244. <https://doi.org/10.3166/rfg.158.225-244>
- Serve, S. (2007). L'impact de l'admission à la cote sur les performances économiques des entreprises. *Finance*, 28(2), 79. <https://doi.org/10.3917/fina.282.0079>
- Shen, Y.-P., & Wei, P. (2007a). Why do companies choose to go ipos? New results using data from Taiwan. *Journal of Economics and Finance*, 31(3), 359-367. <https://doi.org/10.1007/bf02885725>
- Tsurushmia, T. (2006). Développement des bourses de valeurs et croissance économiques. *Revue d'Economie Financière*, (82), 49-60. Consulté à l'adresse <https://www.jstor.org/stable/42905289>
- Zingales, L. (1995). Insider Ownership and the Decision to Go Public. *The Review of Economic Studies*, 62(3), 425-448. <https://doi.org/10.2307/2298036>