

INTRODUCTION

1. ETAT DE LA QUESTION

Le binôme marché financier et croissance a souvent été mis sur la table des chercheurs qui s'intéressent aux questions de la finance d'Entreprises et de son impact dans l'Economie d'un pays ou d'une région en Europe, en Amérique ou en même en Asie.

Pour HAFEDH (2018), économiste marocain, les marchés financiers dans les pays africains ont connu une évolution considérable durant les dernières décennies tant sur le plan de l'organisation que sur celui du cadre juridique¹. Pourtant, les résultats restent en deçà des objectifs fixés et le véritable décollage semble tarder à venir. Cela est sans doute dû à des facteurs spécifiques à chaque pays mais aussi à une inadaptation de la structure des marchés financiers installés par rapport au contexte de chaque pays. Même si l'efficacité des marchés financiers semble constituer le fondement de la théorie financière moderne² comme l'indique BOUTHEINA HACHEM (2005), elle reflète le degré de transparence au niveau des marchés.

Les auteurs s'intéressent généralement à savoir si c'est l'évolution des marchés financiers qui conduisent à la croissance économique ou si c'est plutôt cette dernière qui impulse le développement des marchés financiers. A notre avis, il suffit de regarder d'où est parti l'industrialisation pour constater que c'est puisque les Anglais devenaient de plus en plus riches (croissance économique) que le développement des Banques a commencé à se parfaire (système financier), mais il convient de ne pas trancher cette équation de manière déterminante car le plus important à retenir ce n'est pas le sens mais plutôt l'existence évidente de cette liaison d'ailleurs prouvée par plusieurs tests de Co-intégration.

¹ HAFEDH BEN ABDENNEBI , Introduction à l'Analyse Microéconomique, Université de Carthage, 2017-2018

² BOUTHEINA HACHEM, L'apprentissage de l'efficacité par un marché émergent : le cas de la bourse de Beyrouth, thèse de Doctorat, 2005

De ce fait, l'efficacité est aujourd'hui la préoccupation des autorités de contrôle au niveau de l'ensemble des marchés financiers à travers le monde puisqu'elle conditionne l'attractivité de ces marchés et leur épanouissement. Mais cette efficacité est en effet le résultat de plusieurs paramètres selon Said AIT DANI³ et Bouchra RADI(2009).

Il existe aujourd'hui un très grand nombre de travaux empiriques qui ont mis en évidence des anomalies par rapport aux enseignements de la théorie de l'efficacité des marchés financiers. Les travaux pionniers en matière de remise en cause de l'efficacité des marchés sont ceux de KAHNEMAN et TVERSKY peu avant les années 80, qui sont à la base de la finance comportementale. Ce nouveau courant de recherche a pour objectif de mettre en évidence les comportements réels (qui ne sont pas toujours rationnels) des individus lorsqu'ils sont confrontés à des choix risqués par opposition à l'hypothèse de rationalité, reposant sur les axiomes de Von NEUMANN et MORGENSTERN qui supposent que les individus cherchent à maximiser l'espérance d'utilité de leur fortune.

Dans cet objectif de maximisation de revenus, les marchés financiers ont donc connus un développement fulgurant depuis les années 1980 jusqu'à nos jours et ils jouent un rôle prépondérant tant dans les économies modernes des pays développés, émergents, que dans ceux en voie d'émergence. Actuellement les marchés sont devenus incontournables dans les stratégies d'allocation optimale de ressources.

Cependant, les analystes ne peuvent pas nier que ce développement des marchés financiers a donné naissance à des risques d'avènements de crises plus permanentes qu'avant et qui ne manquent de secouer à répétition l'économie réelle depuis le début du siècle présent. Ces crises révèlent que la dynamique des marchés financiers est complexe voire changeante à telle enseigne que certains économistes mettent en évidence les effets négatifs de la libéralisation financière de l'économie réelle.

³ SAID AIT DANI & BOUCHRA RADI, La controverse sur l'efficacité des marchés financiers et l'émergence du paradigme comportemental, Moroccan Journal Of Business Studies, Vol1 Issue°1 , 2009

D'où le besoin d'identification des stratégies d'investissement, d'évaluation du prix des actifs et de la gestion de risque mutualisés qui découle des marchés financiers.

Dès lors, le binôme marché financier et croissance économique mobilise une abondante littérature qui regroupe d'une part les économistes défenseur de l'effet positif du développement financier sur l'économie et d'autres part ceux qui remettent en cause cet effet positif en mettant l'accent sur son coté nuisible à cause des crises qu'il apporte.

a. Revue des débats théoriques

Notre travail se rapproche de celui du malgache RAKOTONARIVO (2017) qui a porté sur **les enjeux de la création d'un marché boursier à Madagascar** et qui indique que c'est depuis plusieurs siècles que la bourse a été mise au centre du développement pour les pays développés⁴ car c'est le lieu de rencontre des titres déjà mis en circulation. Il signale que sur le continent africain, on compte actuellement une vingtaine de bourse instituée⁵ même si leur création continue à faire l'objet d'un débat. Cette étude montre que les déterminants du marché boursier ont une influence significative sur le PIB par tête du pays. Ainsi, la bourse est un facteur clé de la croissance économique.

Par ailleurs, l'existence d'un marché boursier dans un pays surtout pour les PED incite les investisseurs notamment ceux des IDEs. De plus, il permet de renforcer les PME en les faisant bénéficier d'autres sources de financement et plus de liquidité au lieu de faire des emprunts auprès des banques dont le taux d'intérêt est exorbitant (60% entre 2012 et 2015).

Selon cette même étude, la bourse permet aussi de transférer des compétences et du savoir-faire car la plupart des places boursières organisent des formations de mise à niveau au bénéfice des cadres d'Entreprises y ayant adhérees. Cependant, l'auteur précise qu'il existe des freins au développement des bourses africaines en évoquant quelques-unes des difficultés dont MADA-BOURSE, première Bourse malgache qui comptait environ 70 membres lors de son inauguration en 2002 a été victime⁶. Il s'agit des contraintes macroéconomiques (inflation, faible taux d'investissement,...), contraintes administratives (effet d'éviction sur la trésorerie de l'Etat), contraintes sociales (mauvaise perception de la bourse), contraintes humaines et contraintes financières (insuffisance d'établissement spécialisé).

⁴ RAKOTONARIVO Zakatiana Fanamperana, Les enjeux de la création d'un marché boursier à Madagascar, 2017

⁵ Nos recherches en signalent la présence dans 28 pays. Voir Annexe 4.

⁶ <https://www.madonline.com/mada-bourse-inaugure-le-marche-des-titres/> , Consulté le 08 juin 2022 à 18h06

Simulation d'un micro marché boursier en RDC. Mécanismes de mise en place pour les PME_
// Simulation of a micro stock market in the DRC. Implementation mechanisms for SMEs //

Une autre étude menée par **Ibtissem Missaoui en 2016, a porté sur les pays de la région MENA**. Cet article analyse l'incidence des déterminants macro-économiques et institutionnels sur le développement du marché boursier. Sur la base des données panel relatives à 14 pays de la région MENA, observées durant la période 2006-2015, et à la suite, de l'usage des techniques de variables instrumentales les auteurs ont montré l'effet des déterminants institutionnelles sur le développement du marché financier.

Les principaux résultats obtenus sont les suivants : les facteurs macro-économiques, tels que le taux d'épargne, le taux d'intérêt et la liquidité du marché boursier sont des déterminants importants de développement du marché boursier⁷. Par ailleurs, les résultats montrent également que le développement institutionnel comme capturé par un indice de risque politique n'est pas un prédicteur important du développement du marché boursier de la région MENA⁸. L'analyse empirique a débouché sur trois résultats importants : Tout d'abord, il a été constaté que le taux d'épargne, le taux d'investissement, l'intermédiation financière et la liquidité du marché boursier, présentent des déterminants importants du développement du marché boursier alors que le niveau de revenu, le taux d'intérêt et l'inflation se révèle non significatifs.

Dans ses travaux intitulés “*The Determinants of Stock Market Development in Emerging Economics: Is South Africa Different?*”, l'économiste Charles Amo YARTEY a constaté que l'indice du risque politique n'a aucun effet significatif sur la capitalisation boursière⁹. Dans un premier temps, la croissance économique joue un rôle important dans le développement du marché boursier. Dans un deuxième temps, un secteur bancaire bien développé s'avère important pour le développement du marché boursier ce qui lui permet de jouer un rôle moteur dans la promotion du marché boursier. Ensuite, l'auteur indique que l'épargne est un facteur important du développement des marchés boursiers.

Pour Tarek **BOUCHADDEKH (2015)** qui a travaillé sur **l'impact Du Développement du marché boursier sur le cout des capitaux propres** en faisant une

⁷ IBTISSEM MISSAOUI et ali, Les déterminants institutionnels et macroéconomiques du développement du marché boursier dans les pays de la région MENA, 2016, <https://mpira.ub.uni-muenchen.de/83619/> consulté en ligne le 15 Octobre 2021

⁸ MENA, MOAN ou ANMO sont des acronymes utilisés pour désigner la région du monde comportant l'Afrique du Nord et le Moyen-Orient

⁹ Charles AMO YARTEY, The Determinants of Stock Market Development in Emerging Economies: Is South Africa Different?, IMF Working Paper WP/08/32, 2008

validation empirique sur la BRVM¹⁰, l'augmentation de la liquidité au niveau du marché, l'efficacité du marché financier et d'autres facteurs de développement du marché financier ont un impact sur l'évolution du coût des capitaux propres. Il pense que l'augmentation de la liquidité entraîne l'augmentation de l'épargne si cela n'est pas absorbé par une augmentation des prix qui est l'inflation.

A la lumière des tests effectués sur un échantillon de 30 titres cotés en continu sur le marché boursier tunisien sur la période 2003-2013, les résultats s'avèrent concluants : le développement du marché financier exerce un effet sur le coût de capital dans le cadre des pays émergents. Les résultats suggèrent que l'amélioration des facteurs liés au développement du marché financier a un impact sur le coût de capital.

Les principales implications de ce processus sont que le développement du marché boursier contribue à la baisse de coût de capitaux propres et ensuite que la baisse des coûts capitaux propres favorise l'investissement et la croissance économique dans les pays.

Le modèle de croissance endogène de Pagano dont les travaux ont été publiés vers 1993 et qui considère que la croissance économique peut être fonction du développement financier, implique naturellement de reconnaître son caractère endogène. On sait que dans les modèles « à la Solow », le taux de croissance à long terme de l'économie ne dépend que du progrès technique et de l'évolution de la population active, l'un et l'autre donné de façon exogène, c'est-à-dire étrangers au fonctionnement de l'économie (à ses institutions, à ses conditions de financement...). Pour formaliser de façon aussi simple que possible les canaux par lesquels la finance peut interagir avec la croissance, il faut donc écrire un modèle de croissance endogène.

A l'entrée du XXI^e siècle, la controverse du sens de la relation entre le développement financier et la croissance a une fois de plus été abordée par les travaux de Larissa NAWO dans une étude où elle a comparé les situations de quelques pays de l'Afrique subsaharienne et ceux de l'Asie du Sud-Est¹¹.

En effet, le sens du lien entre le développement boursier et la croissance économique fait l'objet d'une intense controverse, non seulement théorique, mais aussi

¹⁰ Tarek BOUCHADDEKH, l'impact du développement du marché boursier sur le coût des capitaux propres : validation empirique sur la bvm, Journal of Academic Finance (J.A.F.) N° 5 fall 2015

¹¹ Larissa NAWO, Marchés boursiers et croissance économique. Une analyse comparative entre l'Afrique subsaharienne et l'Asie du sud-est. Université de Dschang - Master of Sciences en Analyse et Politiques Economiques 2000

empirique. S'il est bien admis que le marché boursier stimule la croissance (résultat prouvé par les récents travaux se réclamant de la théorie de la croissance endogène), il apparaît aussi évident que cette dernière pourrait provoquer le développement des marchés financiers. Signalons cependant que cette thèse avait déjà été soutenue au début des années 50 par Joan Robinson.

Selon ce dernier, le développement économique crée la demande d'un certain nombre de services financiers, lesquels sont automatiquement fournis par le système financier qui se développe aussi pour l'occasion.

Le secteur financier répond donc passivement et simplement à la croissance et ne peut jouer de rôle fonctionnel dans le processus de développement économique. Le développement boursier n'est dans ce contexte, qu'une résultante de la croissance. C'est de là qu'est partie la célèbre citation de ROBINSON, « *là où la croissance conduit, la finance suit* » cité par Pierre JACQUET (2012) qui précise cependant que la littérature économique sur les systèmes financiers a connu un certain renouveau dans la seconde moitié du XXe siècle, notamment avec les travaux de GURLEY et SHAW en 1955 qui identifient une relation significative entre les intermédiaires financiers et la croissance¹².

Dans la conclusion de leurs travaux sur les Banques et les marchés financiers en Afrique, **B. SENE et IBRAHIMA THIAM (2018)**, estiment que l'introduction de deux nouvelles variables, soit la structure financière (qui contrôle l'importance du marché des actions par rapport aux banques) et l'activité finance (qui capte la complémentarité entre les banques et les marchés financiers) change fondamentalement les liens par rapport à la croissance.

Ils ont mis l'accent sur les effets séparés des banques et des marchés financiers sur la croissance en distinguant deux indicateurs, à savoir, la variable « *activité structure* » qui mesure l'importance du marché des actions par rapport aux banques et la variable « *activité-finance* » qui tient compte en même temps du développement des banques et des marchés financiers.

Les résultats obtenus présagent une relation de complémentarité entre les deux sources de financement de l'économie dans le cas africain¹³. Et d'après les estimations du modèle construit par ces auteurs, le développement des marchés financiers en Afrique

¹² Pierre JACQUET, Jean-Paul POLLIN, Systèmes financiers et croissance, Revue d'économie financière (N° 106/2), 2012, page 87

¹³ BABACAR SENE et IBRAHIMA THIAM, *La relation entre finance et croissance revisitée dans les pays de l'Afrique subsaharienne : banques versus marchés financiers*, L'actualité Economique, volume 94, numero 1, mars 2018, p.102

doit être accompagné par le secteur bancaire. Il existe une interconnexion étroite entre le financement bancaire et celui des marchés financiers.

Certains auteurs suggèrent que la direction de la relation entre les sphères réelle et financière dépend du niveau de développement économique du pays et ils pensent que dans la première étape pour accéder au développement, le secteur financier joue un rôle d'impulsion dans le développement économique. Il permet, grâce à l'offre des services financiers, une meilleure canalisation des épargnes (des secteurs « traditionnels » peu productifs vers les secteurs « modernes » plus efficaces) et, par conséquent, une croissance économique plus accélérée¹⁴. Par conséquent, au fur et à mesure du développement de l'économie, le système financier se perfectionne, devient liquide et vient stimuler la croissance.

Il se perfectionne donc consécutivement au développement économique et non l'inverse. Il le fait de manière passive, répondant simplement à la demande de nouveaux services financiers qui s'adresse à lui¹⁵. Ainsi, les institutions financières, même rudimentaires, pourraient jouer un rôle prépondérant dans la croissance.

Plusieurs modèles théoriques soutiennent la présence d'interactions croisées entre le développement boursier et la croissance.

GREENWOOD et JOVANOVIC (1990) développent un modèle de croissance endogène à partir duquel ils modélisent formellement de telles relations bidirectionnelles¹⁶. Ils montrent que, par la collecte et l'analyse de l'information, les marchés financiers permettent la réalisation d'économies sur les coûts informationnels. Ils offrent des rendements sûrs et élevés sur les placements financiers et assurent une allocation efficace des ressources financières, avec des retombées favorables sur la croissance économique.

Pour Jean-Marc DANIEL, dans son article sur les théories néoclassiques dans la revue de presse *Universalis*, la littérature néoclassique enseigne dans sa grande tendance que la finance est neutre et cette neutralité se traduit par le fait que la théorie néoclassique du consommateur et du producteur analysent les décisions de consommation et d'investissement sans faire référence à la finance et à la monnaie. Malgré le fait que ces

¹⁴ C'est ce qu'on appelle le phénomène « supply leading »

¹⁵ C'est ce qu'on appelle le phénomène de la « demande following ».

¹⁶ Jeremy GREENWOOD et Boyan JOVANOVIC, Développement financier, croissance et répartition des revenus, *Journal of Political Economy*, 1990, vol. 98, issue 5, 1076-1107, consulté en ligne sur https://econpapers.repec.org/article/ucpjpolec/v_3a98_3ay_3a1990_3ai_3a5_3ap_3a1076-1107.htm le 16 janvier 2022

dernières permettent de prendre des décisions dans un cadre inter-temporel, elles sont traitées de façon superficielle sous l'hypothèse de la perfection du marché des capitaux.

Aussi, il faut ajouter que les deux théorèmes du bien-être économique qui constituent en quelque sorte le socle de base de la théorie économique, dérivent d'un modèle où la monnaie et la finance ne jouent aucun rôle.

Dans le même sens, des auteurs comme Robinson en 1952, Robert Lucas en 1988 ou Levine en 1997 dénoncent le rôle exagéré donné au système financier dans la croissance et prétendent que celui-ci ne fait que suivre la croissance sans l'influencer.

Déjà en 1988, Colin MAYER de l'Université d'OXFORD affirmait qu' « *un marché boursier développé n'est pas important pour le financement de l'entreprise* »¹⁷.

Pour Joseph STIGLITZ, cité par **Michel ALBOUY** et **Gérard CHARREAUX (2017)**, la liquidité des marchés boursiers n'a pas d'impacts sur le comportement des gestionnaires de compagnies et donc n'exerce pas un certain contrôle corporatif, car « il n'y a guère de preuves que l'approfondissement des marchés boursiers contribue à la croissance économique, en particulier pour les pays moins avancés »¹⁸.

En effet, il est d'une part très difficile de connaître l'emploi exact des fonds levés sur les marchés boursiers et d'autre part, il semble que, les grandes entreprises cotées en bourse utilisent les fonds de leurs actionnaires à d'autres fins que l'investissement productif. Pour ce dernier, elles préfèrent s'adresser traditionnellement au secteur bancaire. En conséquence, il semble que les marchés boursiers ne puissent pas jouer de rôle significatif dans le développement des économies africaines.

La plupart des économistes du développement sont également sceptiques quant au rôle du système financier dans la croissance économique.

b. Résultats des recherches empiriques

En 1997 **MINDA Alexandre** démontre que le développement des nouveaux marchés boursiers en Amérique latine est susceptible d'améliorer le financement des infrastructures. L'essor de ces « émergent markets » (marchés émergents) trouve son

¹⁷ Colin MAYER, Les nouveaux enjeux de la finance d'entreprise, Revue économique européenne, 1988, vol. 32, numéro 5, 1167-1183

¹⁸ ALBOUY Michel, CHARREAUX Gérard, *Les Grands Auteurs en Finance*. EMS Editions, « Grands auteurs », 2017, consulté en ligne <https://www.cairn.info/les-grands-auteurs-en-finance--9782376870456.htm> le 14 juin 2022 à 17h38

Simulation d'un micro marché boursier en RDC. Mécanismes de mise en place pour les PME_
// Simulation of a micro stock market in the DRC. Implementation mechanisms for SMEs //

origine non seulement dans des facteurs internes, mais également dans des facteurs externes à la région.

Leur rôle dans la mobilisation de nouvelles ressources est examiné à trois niveaux à savoir: le financement de la privatisation des infrastructures, le financement obligataire et l'apport des investisseurs institutionnels.

Les performances affichées par les marchés financiers émergents ne doivent pas masquer certaines imperfections propres aux marchés naissants. Celles-ci peuvent être corrigées par un élargissement et un approfondissement des marchés boursiers, afin qu'ils puissent constituer des relais efficaces pour le financement des projets d'infrastructure¹⁹. Cet article a bien démontré que l'essor récent des marchés boursiers en Amérique latine améliore le financement des infrastructures, dans la mesure où ces marchés semblent les plus aptes - avec les intermédiaires financiers - à transformer l'épargne privée en investissement à long terme.

Certes, la mobilisation de nouvelles ressources passe également par des transformations des circuits de financement telles que le renforcement de la technique du financement de projet, la multiplication des fonds d'infrastructures ou encore la réforme des banques et des institutions spécialisées dans l'infrastructure. Toutefois, devant l'ampleur des besoins à satisfaire, les marchés financiers, à condition de maîtriser leur croissance et d'éliminer les faiblesses liées à leur émergence, apparaissent les plus enclins à suppléer l'action des pouvoirs publics dans le financement des infrastructures.

Minda Alexandre (1997) a commencé par mettre en évidence le rôle déterminant joué par l'Amérique latine dans l'émergence de nouveaux marchés financiers au sein des pays en développement, puis la contribution de ces marchés boursiers latino-américains au financement des infrastructures qui s'effectue comme indiqué ci-haut par l'intermédiaire des programmes de privatisation, des marchés obligataires et de l'apport des investisseurs institutionnels.

Charlemagne Babatoundé IGUE (2013) a étudié le lien entre l'efficacité de l'intermédiation financière et la croissance économique sur un panel de sept pays de l'UEMOA sur la période 1990-2008. Tout d'abord, un modèle théorique est présenté dans lequel l'efficacité de l'intermédiation bancaire renforce la croissance économique par le biais de l'amélioration de la productivité marginale du capital.

¹⁹ MINDA ALEXANDRE, Marchés boursiers émergents et financement des infrastructures en Amérique Latine. . In: Revue économique, volume 48, n°2, 1997 ; https://www.persee.fr/doc/reco_0035-2764_1997_num_48_2_409876 consulté le 08 janvier 2022 à 13h56

Simulation d'un micro marché boursier en RDC. Mécanismes de mise en place pour les PME_
// Simulation of a micro stock market in the DRC. Implementation mechanisms for SMEs //

Ensuite, l'efficacité du secteur bancaire est étudiée par le concept d'*inefficacité-X* de **LEIBENSTEIN (1966)** qui est défini comme « *l'écart entre le comportement efficace, efficient et maximisateur qu'une entreprise devrait avoir et son comportement réel* »²⁰.

Les scores d'efficacité bancaires sont estimés par la méthode DEA (*Data Envelopment Analysis*²¹), appliquée à un modèle de production bancaire sur un échantillon de banques de l'UEMOA dans l'étude de C. B. IGUE²².

Finalement, les scores moyens d'efficacité bancaire par pays sont calculés et utilisés comme indicateur de l'efficacité de l'intermédiation financière dans un modèle de croissance sur données de panel.

Les résultats suggèrent l'existence d'une influence positive et significative de l'efficacité du secteur bancaire sur la croissance économique. Les marchés boursiers deviennent de plus en plus des acteurs importants sur la scène économique.

La crise financière récente des Subprimes en est la preuve du rôle joué par le marché financier et son interaction avec l'économie réelle. Malgré ces faits, à travers l'histoire, les économistes ne sont pas toujours d'accord sur cette interaction. Et à en croire Paul **JORISSON (2008)**, les opinions sont parfois diamétralement opposées²³ car chaque courant défend bec et oncle son point de vue.

Les travaux évoqués ci-hauts sont d'une irréfutable pertinence, cependant, en les examinant de plus près, nous pouvons déceler des limites parmi lesquels celle qui permet à notre travail se hisser une place dans la science, c'est que toutes ces études ont été menées sur des données provenant des Grandes Entreprises que les marchés boursiers accueillent et pas une seule ne prêtent attention aux Petites et Moyennes Entreprises qui ont pourtant elles aussi un apport non négligeable dans la croissance économique des pays car elles sont gardiens du tissu intermédiaire de l'économie.

²⁰ Harvey LEIBENSTEIN, « Allocative Efficiency vs. X-Efficiency », *American Economic Review*, vol. 56, no 3, 1966 traduit et consulté en ligne sur <https://msuweb.montclair.edu/~lebelp/LeibensteinXEffAER1966.pdf> le 15 avril 2022 à 18h55

²¹ La Méthode DEA consiste à déterminer des benchmarks d'efficacité (unités de production de référence) et à situer l'ensemble des unités par rapport à ces benchmarks. Les unités qui se constituent sur l'enveloppe (ou frontière empirique de production) constituent les benchmarks.

²² IGUE, C. B. (2013). Intermédiation financière et croissance économique : une approche basée sur le concept d'efficacité-X appliquée à la zone UEMOA. *L'Actualité économique*, 89(1), 7–37. <https://doi.org/10.7202/1024315ar>

²³ PAUL JORISSON, *L'Implosion. La finance contre l'économie : ce qu'annonce et révèle la crise des subprimes*, Fayard, Paris 2008.

Les marchés boursiers classiques n'accordent que très peu sinon aucune de place aux PME qu'ils jugent avoir un faible flux d'activités et de transactions.

Toutes fois, les marchés boursiers présentent un intérêt majeur pour le développement dans la mesure où il permet de financer les entreprises en croisant les agents économiques qui dégagent une épargne et ceux sont en besoin de financement. Il favorise donc la mutualisation des richesses et des risques.

De ce fait, les entreprises, même celles de moins grandes tailles font de plus en plus appel aux places boursières pour financer leur investissement. Elles recourent aussi aux marchés monétaires pour financer leur besoin de trésorerie. Ce nouveau capitalisme baptisé souvent de « capitalisme financier » offre plusieurs avantages notamment le fait que les Entreprises économisent le cout du capital qui représente les intérêts à payer en cas d'emprunt dans les banques.

D'où l'importance de notre étude dont l'originalité consiste à partir des modèles des pays développés pour tenter de poser les bases en simulant un micro marché boursier adapté au contexte économique, politique et social de notre pays.

Autrement dit, il ne s'agit pas de copier et coller un modèle occidental de marché boursier mais plutôt de penser à une plateforme qui rende possible dans un premier temps, des prises de participation massives de la population aux actions émises par des PME congolaises.

2. PROBLEMATIQUE

Depuis le début de ce millénaire, la RDC profitant des taux de croissance positifs quasi ininterrompus affiche son ambition de rejoindre le club des pays émergents à l'horizon 2030 comme l'affirme le gouvernement qui table sur un redressement du « géant » Congo programmé en trois temps : le pays atteint une « croissance à deux chiffres » en 2015, et « intègre rapidement le club des pays à revenu intermédiaire » ; en 2030, il devient « pays émergent » et en 2050, « le pays figure parmi les puissances mondiales avec un niveau élevé de développement »²⁴ selon Jeune Afrique.

Pour Eustache OUAYORO, à l'époque Directeur des Opérations de la Banque mondiale en RDC, il faudra « maintenir une croissance économique forte à deux chiffres sur au moins deux décennies, qui crée des emplois et réduit la pauvreté d'une manière significative », dans ce pays où la première décennie du XXI^e siècle a été caractérisé par

²⁴ <https://www.jeuneafrique.com/19148/economie/matata-ponyo-la-rd-congo-pays-mergent-en-2030/> consulté le 04 Avril 2022 à 14h55

le passage, en douze ans, d'un taux d'inflation à 511, 2% en 2000 à moins de 2% en 2013 ce qui fut un des taux d'inflation le plus bas que le pays ait connu.

Selon des acteurs majeurs des gouvernements récents, le budget annuel du pays a été multiplié par 20 depuis la fin du siècle dernier et les investissements directs étrangers par 167 et se situaient en 2013 à près de 15 milliards de dollars américains », contre 80,3 millions en 2001.

Au-delà de cette ambition légitime et réaliste, ce que reflète le terrain est d'un tout autre aperçu. La RDC est toujours placée parmi les pays les plus pauvres de la planète. A en croire des estimations de la Banque Mondiale, 73 % de sa population, soit 60 millions de personnes, vivaient avec moins de 1,90 dollar par jour en 2018 (niveau fixé comme seuil de pauvreté international). Ainsi, près d'une personne sur six en situation d'extrême pauvreté en Afrique subsaharienne vit en RDC.

En 2022, la même source révèle que le PIB (produit intérieur brut) par Congolais s'élève à 622 dollars. Un chiffre quoi qu'en progression par rapport à 2021, mais confère au pays la 9e place au classement des pays les plus pauvres de la planète. Le Rapport mondial sur le développement humain 2020 du PNUD situe l'indice de développement humain (IDH) de la République Démocratique du Congo à 0,480 ce qui classe le pays au 175ème rang mondial sur 189. Selon cette institution internationale, la RDC demeure classée parmi les pays dans la catégorie « à faible développement humain » et ce, malgré sa position géostratégique et sa légendaire richesse potentielle, car faut-il rappeler, le sous-sol du Congo compte parmi les plus riches du monde grâce à ses ressources minières (diamants, cuivre, étain, cobalt, or, etc.) en plus d'un sol possédant également d'abondantes ressources forestières ainsi qu'une surface fertile, idéale pour l'agriculture.

Le pays détient l'un des taux d'industrialisation les plus faibles au monde. Pour une population estimée à presque 100 millions d'habitants, la part de l'industrie au PIB n'est que de 18,3% en 2019, ce qui motive d'ailleurs la nouvelle politique industrielle du pays qui affiche l'ambition de ramener le nombre d'unités industrielles, selon Agence Nationale pour la Promotion des Investissements (ANAPI) de 525 à plus de 1000 unités afin d'accroître la part de l'industrie au PIB de 18,3% à 28% d'ici 5 ans.

Toutefois, comme mentionné quelques paragraphes plus haut, la RDC présente beaucoup d'opportunités sur lesquelles elle peut s'appuyer pour atteindre ses objectifs parmi lesquels son étendue et sa situation géostratégique, sa population jeune et

dynamique²⁵, ses gigantesques richesses du sol et sous-sol, son secteur bancaire en plein effervescence ayant atteint selon les statistiques fournies par le Président de l'Association congolaise des banques (ACB), Willy MULAMBA, un volume global de dépôts collectés de plus de Onze milliards de dollar américains²⁶ (11 109 000 000 USD) au 31 décembre 2021 ; ses organismes publics d'appui à l'économie tel que l'ANAPI, le FPI, l'ANADEC, etc, ses PME de plus en plus dynamiques qui pourraient porter l'économie Nationale, etc.

En quête continue de paix (car il y a persistance de la guerre à l'Est) et donc avec un climat des affaires globalement délétère quoique s'améliorant petit à petit, le pays souffre d'un déficit en infrastructure routière et ferroviaire qui empêche une parfaite intégration de l'économie nationale déjà dépourvue de grandes entreprises locales et d'un marché financier au sens propre du terme.

En plus de tout cela, le pays n'est pas aidé par son économie extravertie qui ne se finance essentiellement que par des capitaux extérieurs ce qui traduit une quasi-inexistence d'un marché des capitaux.

Ces arguments pour décrire l'attractivité du pays n'étant pas exhaustifs, le pays est malgré tout une zone attractive et peut atteindre ses objectifs parmi lesquels, en ce qui nous concerne, la croissance économique au travers du développement de son appareil financier.

De ce fait, puisqu'à l'heure actuelle la République Démocratique du Congo ne dispose pas d'un marché financier actif au vrai sens du terme, nous nous posons les trois questions suivantes :

1. Que peut attendre l'économie Congolaise de l'installation d'un marché financier en RDC?
2. Comment peut-on simuler le fonctionnement d'un micromarché boursier en RDC?
3. Quelles orientations devrait-on prendre pour aboutir à la configuration d'une place boursière en RDC et quelles leçons peut-on en tirer ?

²⁵ 60 % des habitants ont moins de 20 ans. La population du Congo est estimée à 107 millions d'habitants en 2021 selon les projections démographique 2019-25 de l'UNFPA (Fonds des Nations Unies pour la population, ce qui en fait le 14^e pays le plus peuplé du monde.

²⁶ <https://zoom-eco.net/finance/rdc-au-31-decembre-2021-le-secteur-bancaire-a-collecte-plus-de-11-milliards-usd-de-depots-acb/> consulté le 05 Avril 2022 à 19h03

3. HYPOTHESES

Nos trois hypothèses (H1, H2 et H3) liées respectivement aux questions de la problématique s'énoncent comme suit :

H1. La création d'un marché financier permettrait à l'économie congolaise, en plus d'attirer les investisseurs, de lever un plus gros volume de capital disponible à l'investissement afin de construire une base de financement locale du développement. Cette place boursière une fois effective, aurait un triple impact, à savoir d'abord économique sur les Entreprises et industries qui y bénéficieraient de capitaux nouveaux généralement non remboursables disponibles grâce à la mobilisation de l'épargne locale et étrangère, un impact politique par le fait de l'expansion de la zone d'influence et de la place des agents économiques nationaux par rapport aux étrangers dans le pays, mais aussi un impact social par les externalités positives notamment sur la réduction du chômage que cela va entraîner et une plus grande implication des détenteurs de titres pour la croissance des Entreprises dans lesquelles ils auront des participations.

H2. Pour la simulation d'un micromarché boursier, nous postulons qu'il faudrait mettre en place pour les PME, une cotation indicielle différente de celle des marchés financiers classiques.

H3. Dans le cas de la RDC, nous émettons l'hypothèse selon laquelle il faudrait commencer par dégager les opportunités et menaces de la mise en place d'un marché boursier par la matrice SWOT (strengths, weaknesses, opportunités et threats-²⁷), pour mettre en évidence des points positifs tels que le fait que le pays bénéficie d'un grand marché intérieur non encore exploité, mais en même temps des risques d'échecs liés à la désorganisation de ce même marché interne et de la faible efficacité de sa réglementation ensuite agir sur le système financier et l'écosystème entrepreneurial pour poser les fondements d'une place boursière stable.

4. DISPOSITIF METHODOLOGIQUE ET TECHNIQUE

a) Les méthodes

Pour aborder nos questions de recherche, nous avons commencé par appliquer **la méthode descriptive** qui nous a conduits à décrire ou plutôt à dépeindre l'état actuel de notre sujet d'étude. Ensuite nous avons fait intervenir une **modélisation par la simulation d'une cotation indicielle** via un modèle théorique prédictif.

²⁷ Matrice modélisée par George Albert Smith Jr et Roland Christensen vers les années 50 et popularisée vers les années 60 par Kenneth Andrews.

Notre simulation est basée sur une expérimentation d'expressions de calculs effectués sur l'ensemble d'un système (que sont les Entreprises) à l'instant « $t + 1$ » en fonction de son état à l'instant « t ». Elles sont holistiques parce qu'elles ont tenu compte simultanément des nombreuses propriétés ou paramètres du système qui est notre marché.

Le présent travail a fait aussi appel à la **méthode des scénarios** (appelés parfois technique des scénarios) telle qu'évoquée par JULIEN, P.-A et ali. (1975) qui l'ont défini comme « une démarche synthétique qui, d'une part, simule étape par étape d'une manière plausible et cohérente, une suite d'événements conduisant un système à une situation future, et qui, d'autre part, présente une image d'ensemble de celle-ci »²⁸.

b) Techniques

Un recours à l'incontournable **technique documentaire** a été nécessaire pour fouiller un maximum d'ouvrages et de papiers à la recherche d'écrits en lien avec notre travail. Cette technique de collecte de données nous a porté à explorer bilans, statuts, rapports ou états financiers annuels des Entreprises enquêtées pour y extraire les informations dont nous avons besoin pour mener à bien notre étude.

Les évaluations des cours boursiers des Entreprises qui ont fait l'objet de notre **étude expérimentale** se sont faites au moyen d'une feuille de calcul EXCEL, cet Outil classique de bureau qui nous est paru le plus pratique et le plus adapté à manier pour notre cas d'étude.

Le schéma ci-dessous retrace les concepts de notre travail, partant de la situation actuelle de l'Economie à celle à laquelle nous souhaitons aboutir en perspective de ce travail. Il démontre que les PME et PMI qui ont en grande partie un faible volume de capital, subissent en fait les conséquences d'une difficulté d'accès au crédit, des financements peu disponibles et d'un nombre très limités d'investisseurs disposés à mettre des fonds pour leur épanouissement.

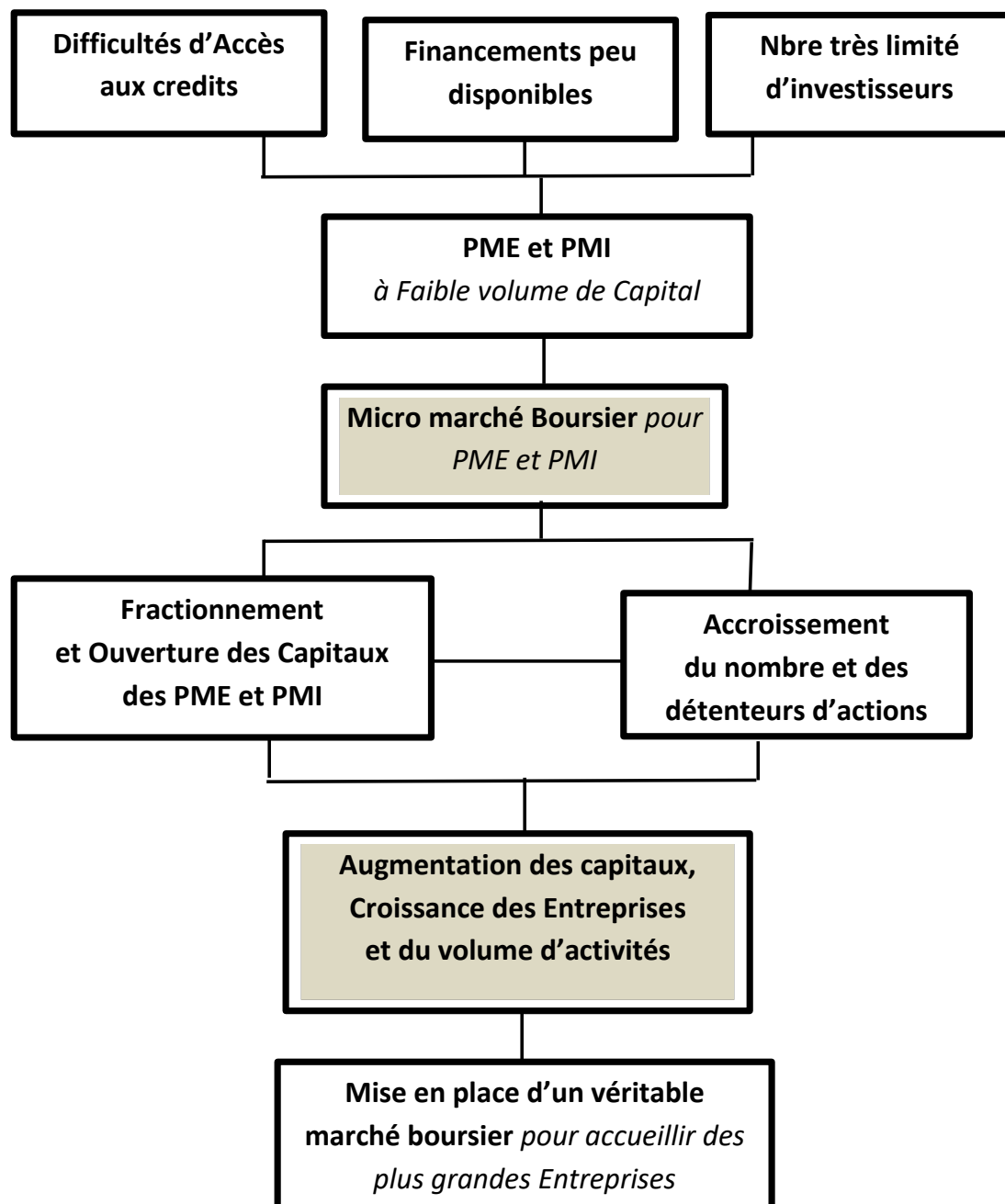
Cette première figure de notre travail indique qu'en passant par le micro marché boursier que nous proposons, qui en est en fait le volet primaire d'un marché boursier classique, les PME et PMI qui vont y adhérer vont fractionner et ouvrir leur capital, ce qui va entraîner un accroissement du nombre d'actions et d'actionnaires (co-propriétaire), ce qui, logiquement fera augmenter leurs capitaux et par conséquent leur volume d'activité.

²⁸ Julien, P.-A., Lamonde, P. & Latouche, D. La méthode des scénarios en prospective. L'Actualité économique, 51(2), 253–281. 1975,

Simulation d'un micro marché boursier en RDC. Mécanismes de mise en place pour les PME_
// Simulation of a micro stock market in the DRC. Implementation mechanisms for SMEs //

Ainsi, les PME ayant grandies, ayant attirées plus d'actionnaires, cela va naturellement conduire à des cessions des parts entre actionnaires et tiers, et ce sera la base du basculement vers le volet secondaire d'un marché boursier.

Figure 1. SCHEMA CONCEPTUEL D'ANALYSE



5. INTERETS DU SUJET

D'un point de vue **personnel**, ce thème nous a intéressé parce qu'il traite d'un sujet dont on voudrait faire (ou voir) aboutir dans les années à venir à une réalisation concrète. L'idée d'une étude qui jette donc les bases pour une éventuelle mise en place effective d'un marché financier en RDC nous a tout de suite accrochés.

En plus de l'originale restitution théorique que nous apportons par notre travail compte tenu de ce thème très peu abordé dans la sphère scientifique Congolaise en particulier, nous ouvrons au domaine de la recherche **en Science Economique** un champ d'étude peu exploré, à savoir l'option de la création d'un «micro» marché financier, adapté au contexte économique, politique et social du pays, ainsi que d'autres pistes de recherches dans des domaines connexes à celui des sciences Economiques et de Gestions, comme signalé en annexe.

Dans l'aspect **Social**, notre travail trouve son intérêt dans la valorisation qu'il apporte à l'entreprise des PME et PMI généralement négligée au profit d'un travail d'« employés » dans les Grandes Entreprises.

6. LIMITATIONS DU SUJET ET DIFFICULTES RENCONTREES

Notre étude se limite à une **expérience menée sur 13 petites et moyennes entreprises** et/ou industries, et faute d'accessibilité des données, nous allons nous borner sur ces quelques PME et PMI installées à l'Est de la RDC.

Les données à analyser provenant des bilans et documents de ces entreprises ont été récoltées sur une période de **3 ans**, de préférence les dernières années de fonctionnement. Notre simulation sera effectuée sur base de ces éléments pour éviter une trop grande dispersion qui rendrait nos analyses lourdes et complexes. Ce travail n'est donc qu'une simulation d'un scénario sur un échantillon, faut-il l'avouer, peu représentatif par rapport à l'univers des PME de la RDC toute entière.

En plus de la farouche résistance observée lors de la quête des données jugées « trop confidentielles », nous n'avons pas pu en obtenir pour 20 PME comme ambitionné au départ. Avec ces informations recueillies en provenance des Entreprises elles-mêmes dans le cadre d'un appel à projet à financer, on ne peut pas faire abstraction de la possibilité qu'elles aient été maquillées pour faire bonne mine devant les bailleurs de fond, potentiels investisseurs.

Fait l'attestant, durant la collecte et la compilation, nous avons constaté certaines contradictions entre des informations provenant des états financiers et statuts certifiés et celles provenant des Business Plan soumis pour demande de financement.

Cependant nous avons fait avec ce qui nous semblé plus cohérents.
Toutefois, ces limites n'altèrent en rien le résultat général et la pertinence de notre étude.

7. CANEVAS

Notre travail se présentera en quatre chapitres. Des deux premiers, l'un aborde l'approche théorique du marché boursier et des PME pendant que l'autre expose le cadre méthodologique sur les modèles de simulation en économie. Le troisième, lui, fixe le cadre opératoire de notre étude en abordant notamment le système financier et l'écosystème entrepreneurial de la RDC avant que le dernier chapitre vienne présenter l'ensemble des données collectées et reproduire la modélisation même dudit micro marché boursier qui représente notre principal apport.

CHAPITRE I. APPROCHE THEORIQUES ET CONCEPTUELLES: LES MARCHES BOURSIERS ET LES PME

Nous abordons notre cadre théorique en nous penchant sur les deux notions clés de notre travail, à savoir, le marché boursier ainsi que les Petites et Moyennes Entreprises (Industries). Dans ce premier chapitre nous survolons les grandes lignes du système bancaire puis brosons un aperçu sur l'origine et l'évolution du marché boursier à travers l'histoire, en passant par les différents types, différentes classifications et caractéristiques ainsi que les rôles économiques des marchés boursiers avant de chuter avec quelques généralités sur les Petites et Moyennes Entreprises.

Section 1. Le Système bancaire, socle du marché Boursier

Dans un circuit économique structuré comme il y en a dans quasiment tous les pays du monde, la banque joue toujours et forcément un rôle prépondérant. Elle est l'une des premières ressources de financement de l'activité économique et son intervention dans la sphère économique est vivement à souhaiter.

Il convient de préciser que le système bancaire n'est pas à confondre avec le système financier, le premier étant inclus dans le second.

1.1. Définition de la Banque

A en croire le Dictionnaire *Le Nouveau Petit Robert de la Langue Française*, une banque est un établissement habilité à gérer des fonds reçus du public, employés en opérations de crédit ou en opérations financières.

MABI MULUMBA (1983) considère une banque comme étant une entreprise qui reçoit en dépôts des fonds qu'elle utilise pour faire crédit²⁹. Une banque est donc généralement définie comme une entreprise qui fait le commerce de l'argent et qui en gère les risques financiers. Cette activité peut être exercée pour le compte de clients de différentes manières, à savoir:

- recevoir et garder des fonds ;
- proposer divers placements (épargne) ;
- fournir des moyens de paiement (chèques, cartes bancaires, etc.) et de change ;
- prêter de l'argent, et ;

²⁹ Mabi MULUMBA, Les banques commerciales face aux mutations structurelles de l'économie zaïroise, Kinshasa, CRP, IRES, 1983, page 12.

-se charger de tous services financiers.

Une banque peut également intervenir pour réaliser des opérations et des interventions sur les marchés financiers pour son compte ou celui de sa clientèle. On distingue traditionnellement les activités des banques de dépôt de celles des banques d'investissements ou d'affaires, encore que beaucoup d'établissements bancaires se livrent conjointement à ces deux types d'activité.

En effet, les banques sont donc des établissements qui font profession habituelle de recevoir du public sous forme de dépôts ou autrement des fonds qu'ils emploient pour leur propre compte en opérations d'escomptes, en opérations de crédits, ou en opérations financières. Ce sont des entreprises comme les autres mais qui produisent des services bancaires notamment l'épargne, le crédit, le change, les transferts, les compensations, les paiements,...

L'activité des banques englobe la réception de fonds du public, leur mise à la disposition de la clientèle ainsi que la gestion de moyens de paiements. Les fonds recueillis sont affectés à la conduite des opérations de crédit, elles-mêmes génératrices de nombreux dépôts par supplément de monnaie qu'elles sont amenées à créer : elles sont au centre du processus de création monétaire.

La banque, à en croire **GARSNAULT (1997)** est ainsi l'intermédiaire entre offreurs et demandeurs de capitaux³⁰ et ceci à partir de deux processus distincts :

- En intercalant (interposant) son bilan entre offreurs et demandeurs de capitaux, c'est l'intermédiation bancaire.
- En mettant en relation directe offreurs et demandeurs de capitaux sur un marché de capitaux (marché financier notamment), c'est le phénomène de désintermédiation.

Pour l'analyse de cette rencontre (offeurs et demandeurs), la notion d'intermédiation est généralement définie, selon DAUTRESME D., à contrario de la notion de finance directe³¹. Si celle-ci s'applique à un système qui met directement en relation les deux catégories précitées d'agents, l'intermédiation voit cette relation prise en charge par des intermédiaires à qui sont assignés quatre tâches, à savoir : « faire rencontrer les offres et demandes de capitaux dans le cadre du financement direct, assurer des prestations de

³⁰ GARSNAULT P., et PRIANI S., « Banque, fonctionnement et stratégie », éd. Economica, Paris, 1997, page 27.

³¹ cité par SPINDLER J., Contrôle des activités bancaires et risques financiers, éd. Economica, Paris, page 227.

services aux différents intervenants, accorder des crédits par émission de moyen de paiement et enfin fournir des garanties de paiement aux agents économiques ».

Les Banques facilitent les transactions des clients. Elles procèdent à la création monétaire par l'octroi des crédits aux ménages et aux entreprises.

Les banques jouent également un grand rôle dans l'économie en permettant notamment :

- La sécurisation des flux monétaires et financiers ;
- La sécurisation des échanges ;
- Le financement de l'économie ;
- Le soutien de la politique monétaire des pouvoirs publics ;
- La création des richesses ;
- etc.

1.2. Le système financier et ses composantes

S. Benassé et F. Lepage (2011) définissent le système financier dans le lexique des sciences économiques et sociales comme suit : « *le système financier est un ensemble des institutions et des marchés qui permettent de mettre en relation les agents économiques à capacité de financement et les agents à besoin de financement* »³². Ce système financier, selon **MISHKIN (2013)** permet de transférer des fonds des agents économiques (ménages, entreprises, caisse de retraite et de prévoyance, fonds de pension) qui épargnent car leurs dépenses sont inférieures à leurs revenus, vers des agents économiques qui souhaitent emprunter, c'est-à-dire dépenser plus que leur revenu³³.

Selon **Pierre JACQUET et JP POLLIN (2012)**, le Système financier est « *l'ensemble d'institutions qui permettent d'ajuster les comportements financiers des agents économiques* »³⁴. Pour ces auteurs, un système financier est efficace lorsqu'il est capable de collecter suffisamment d'épargne et d'en assurer la meilleure allocation possible au moindre coût. Un système financier fournit donc un moyen de répartir les ressources disponibles dans le temps, dans l'espace et entre les différents secteurs économiques.

Pour ces mêmes auteurs, le système financier a une influence sur la croissance et cette influence se fait sentir par 3 (trois) moyens :

³² S. BENASE & F. LEPAGE, lexique des sciences économiques et sociales, Paris, Ed. Nathan, 2011, p. 197

³³ F. MISHKIN, Monnaie, Banque et Marchés financiers, 10ème édition, Ed. Nouveaux Horizons, Paris, 2013, p.31

³⁴ Pierre JACQUET, Jean Paul POLLIN, Système financier et Croissance, Revue d'Economie financière N°106/2/2012, p.77

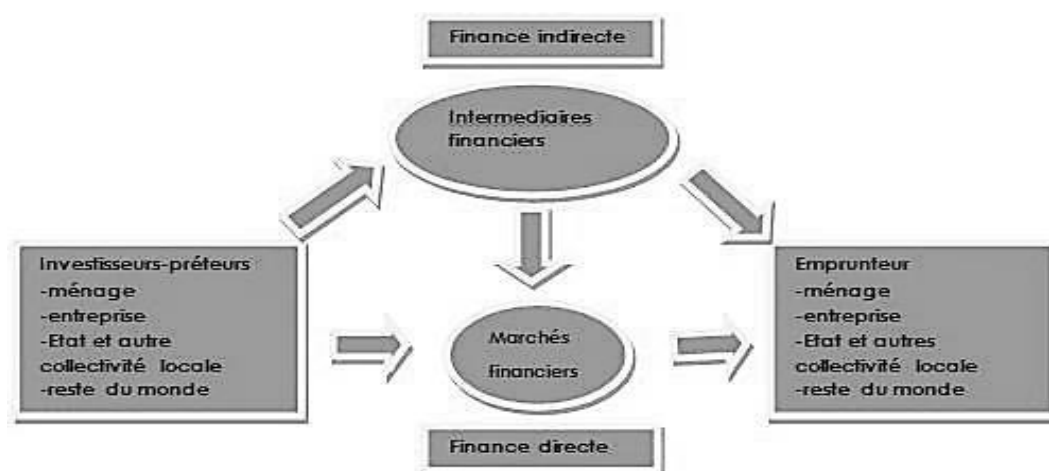
Simulation d'un micro marché boursier en RDC. Mécanismes de mise en place pour les PME_
// Simulation of a micro stock market in the DRC. Implementation mechanisms for SMEs //

- par sa capacité à sélectionner des projets d'investissements, il agit sur la productivité du capital ;
- par le niveau plus ou moins élevé de ses coûts de fonctionnement, il conditionne le niveau d'épargne mis à disposition de l'investissement ;
- par sa capacité à offrir des placements attractifs (c'est-à-dire bien rémunérés, présentant une bonne diversification des risques), il peut induire un niveau d'épargne plus élevés, qui, à son tour augmente la qualité de la consommation ou augmente l'investissement.

Cette relation entre agents économiques à capacité de financement et ceux à besoin de financement peut se faire **de manière directe** (au travers des marchés de capitaux ou encore marché boursier) ou **de manière indirecte** au travers la finance indirecte (principalement par le biais des banques).

Dans cette optique, le système financier paraît comme un poumon capable d'alimenter d'autres secteurs de l'économie des ressources financières dont ils ont besoin.

Figure 2. Composantes du système financier



1.2.1. La Finance directe

La finance directe permet d'allouer les ressources financières dans une économie sans passer par un intermédiaire. Bien qu'on peut parler de la présence des marchés financiers ici, il s'agit spécifiquement pour des agents à capacité de financement d'acheter directement des titres ou instruments financiers émis sur les marchés par des agents à besoin de financement. **C'est un financement d'origine titres**. Ces titres sont selon LACOSTE (2009), des droits de créance sur les revenus futurs de l'emprunteur ou

sur ses actifs³⁵. Ils sont donc des actifs pour ceux qui les achètent (les prêteurs, ici qualifiés d'investisseurs), mais des dettes (ou engagements) pour ceux qui les émettent (les emprunteurs ou émetteurs).

Il faut noter que plusieurs types de titres financiers y sont échangés. On cite principalement **les obligations et des actions**. Comme nous l'avons dit plus haut dans ce travail, les obligations représentent une dette de l'entreprise qui l'émet. Son détenteur s'attend à des paiements périodiques (versements des intérêts appelés coupons et remboursement de la somme prêtée) selon les modalités prévues à l'avance.

A la différence d'une obligation, une action représente une part du capital d'une entreprise. Son propriétaire sera normalement rémunéré (par des dividendes) en fonction des résultats enregistrés par l'entreprise.

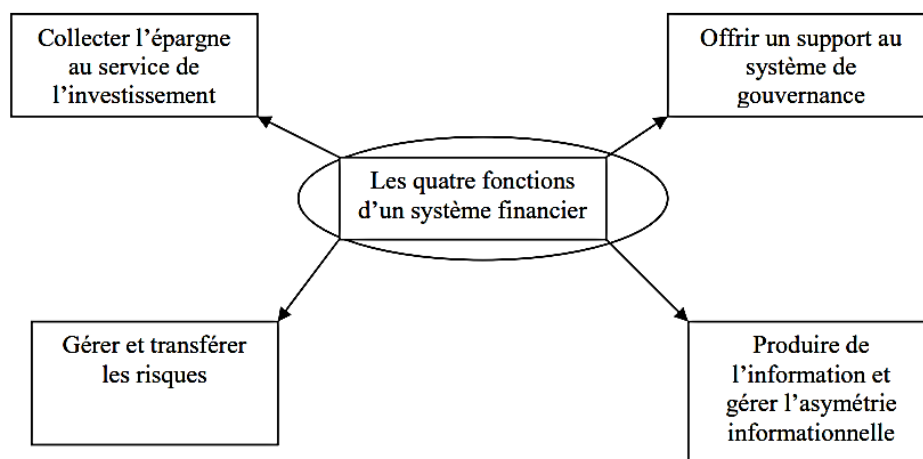
1.2.2. La Finance indirecte

Celle-ci est un des maillons du système financier où l'allocation des ressources se fait impérativement au travers des intermédiaires. **C'est un financement d'origine dépôts**. Les entrepreneurs obtiennent des fonds en s'adressant aux intermédiaires financiers, le plus souvent des banques, qui leur consentent des prêts pour répondre à leur besoin.

Cette forme de financement est la toute première qui a été développée au travers le monde, il s'agit pour des hommes fortunés de prêter moyennant un intérêt convenu à l'avance à des personnes désireuses d'obtenir un financement soit pour un projet soit encore pour des besoins de consommations courantes.

³⁵ Lacoste Olivier., Comprendre les crises financières, Ed. Eyrolles, Paris, 2009

Figure 3. Fonctions d'un système financier



Source : Glémain Pascal³⁶, 2010, p.22

Section 2. Historique des marchés financiers

L'histoire du marché boursier remonte à la 1^{ère} partie du 18^e siècle et elle a sensiblement évolué pour aboutir aujourd'hui au format que nous connaissons avec des millions de transactions par jour.

2.1. Système de Law (Peu avant 1720)

Au début du XVIII^e siècle, un amateur de jeu de hasard nommé John Law entraîne la France dans une aventure macroéconomique inédite pour résoudre le problème de la dette publique mais l'échec de son "Système" provoquera le premier krach boursier de l'histoire³⁷.

Pour la petite histoire, **John Law fonde en 1716 la Banque générale** avec un capital de six millions de livres réparties en 1200 actions de 5000 livres. La Couronne prend le contrôle capitalistique, laissant à son fondateur toute latitude dans la gestion.

³⁶ Pascal GLEMAIN, L'économie des finances solidaires : De l'épargne solidaire au microcrédit social. SYNTHÈSE DES TRAVAUX, Université Européenne de Bretagne. 2010, p.22

³⁷ Pauline Petit, John Law : l'aventure des Finances, <https://www.franceculture.fr/histoire/john-law-laventure-des-finances>, 06/01/2020

Simulation d'un micro marché boursier en RDC. Mécanismes de mise en place pour les PME_
// Simulation of a micro stock market in the DRC. Implementation mechanisms for SMEs //

En 1719, le financier écossais crée la **Compagnie des Indes**³⁸ qui contrôle tout le commerce international qui engage des intérêts français et obtient le monopole des tabacs.

En 1720, la banque et la compagnie fusionnent; **Law connaît alors son apogée**. Il est en ce moment l'équivalent d'un ministère des Finances car il dirige la nouvelle entité dont la collecte des impôts devient alors la principale activité.

Il promettait rien moins que le financement à coût modéré de la Couronne et la relance de l'activité économique en France, par le maintien d'un taux d'intérêt bas. Law procède alors, pour la première fois en Europe, à la complète substitution de la monnaie métallique par la monnaie fiduciaire. **Il encourage en outre les investisseurs à souscrire aux actions de la Compagnie des Indes qui rachète les titres de la dette royale**. On peut déjà y voir des prémices d'une bourse. Ce faisant, la Compagnie pourtant privée, devient bientôt le trésorier de la dette royale.

Le système de Law ne peut reverser à la Couronne les sommes dont elle a besoin qu'à la condition que les actions émises par la Compagnie des Indes trouvent des acheteurs. Il est donc indispensable que ceux-ci les considèrent comme un placement rémunérateur. La couronne (l'Etat) a donc elle aussi, intérêt à voir ces actions être achetées.

Vu le succès des premières actions (les « mères »), Law lance de nouvelles émissions : les « filles » et les « petites-filles ». Et pour maintenir relativement bas le taux d'intérêt (et contenir les dividendes à verser), Law encourage la hausse des cours, par tous les moyens : la Compagnie spéculant sur son propre titre quand elle ne crée pas de la monnaie fiduciaire pour financer ses opérations. Ce qui a fait que les actions ont vu leur cours flamber et atteindre des niveaux sans rapport avec leur contrepartie concrète. Achetées environ 150 livres en 1717, les « mères » s'échangent à 5000 livres³⁹ en septembre 1719 et même 10.000 livres en janvier 1720.

³⁸ Terme générique désignant à l'époque une compagnie qui gérât le commerce entre une métropole européenne et ses colonies

³⁹ Fabienne Manière, « Le système Law : 2 mai 1716 - 26 janvier 1721 », https://www.herodote.net/2_mai_1716_26_janvier_1721-evenement-17160502.php consulté le 15 janvier 2022 à 14h24

Pour réduire l'inflation que produit cet emballement spéculatif, Law diminue la masse monétaire par la réduction autoritaire de la valeur des billets en circulation (plutôt que par la diminution de la quantité de billets en circulation).

Cette décision déclenche une méfiance généralisée parmi les détenteurs de capitaux. La bulle éclate, emportant Law et son système et forçant ainsi la Couronne à reprendre en charge les dettes de la Compagnie ainsi qu'à refonder le mode de financement de l'État.

Cette crise est généralement considérée comme le Premier krach boursier.

2.2. La Bourse, de la création à l'essor (1720-1870)

Au XVIII^e siècle, en France, la bourse naissante concerne d'abord et avant tout le commerce des titres de la dette royale, comme signalé précédemment. L'allocation de fonds aux entreprises se fait alors par le biais des notaires et de banquiers. Les premiers sont les seuls à connaître les patrimoines des familles : dressant les contrats de mariage, partageant les successions, ils peuvent apprécier les garanties des uns, solliciter les ressources des autres, au point de monter des opérations de prêt et de réaliser des transactions sur les parts des sociétés que détiennent leurs clients.

Lors de l'institution de la Bourse de Paris par arrêt du 24 septembre 1724, c'est la restauration de l'ordre public et marchand qui prime⁴⁰. **Les agents de change, organisés en corporation** depuis le XVII^e siècle, deviennent les auxiliaires du contrôle royal sur le commerce de valeurs mobilières dont ils **reçoivent le monopole**.

De ces débuts se dégagent trois idées fortes :

1. La bourse et l'intermédiation officielle émergent dans le sillage de l'État bureaucratique moderne.
2. La fonction de contrôle des échanges de la Bourse émerge. Il y a une concentration réglée, en un lieu dédié.
3. Les agents de change ont une place socioprofessionnelle particulière.

Ce sont des commerçants dotés d'un statut officiel, à mi-chemin entre les affaires privées et l'administration, et réunis dans une compagnie dotée de pouvoirs

⁴⁰ Lagneau-Ymonet Paul, Riva Angelo, « III. L'âge d'or (1871-1913) La bourse « républicaine » », Paris, La Découverte, « Repères », 2012, p. 47-64

d'autorégulations et de disciplines internes. C'est donc une bourse centralisant les ordres qu'apparie une corporation d'intermédiaires purs ; et, tout autour, des particuliers, des marchands et des banquiers qui tantôt s'adressent à eux, tantôt les contournent.

La vénalité des offices ne passe pas la nuit du 4 août 1789 et, malgré d'intenses tractations pour préserver leur état, les agents de change n'échappent pas non plus à la loi DALLARDE (1791)⁴¹ qui proclame la liberté d'occupation et de profession. La Compagnie des agents de change est dissoute, les offices sont abolis, mais leurs titulaires sont indemnisés. Pour entraver la spéculation, le gouvernement édicte des mesures toujours plus sévères. La bourse est fermée à plusieurs occasions.

Quand elle rouvre, la séance quotidienne ne dure plus qu'une heure. Le régime consulaire puis impérial emploie les premières années du siècle à la refondation des institutions financières du pays. Sous le patronage gouvernemental, les principaux banquiers créent, en 1800, la Banque de France dont les actions sont cotées en bourse.

Trois années plus tard, **la Banque obtient le monopole de l'émission des billets**⁴². En contrepartie, elle doit soutenir le Trésor public, notamment par le biais d'avances sur les obligations escomptées des receveurs généraux dont le réseau améliore sensiblement la régularité des recettes fiscales. Par le « *numerus clausus* »⁴³, le gouvernement désigne les agents de change à la confiance du public. Ils sont responsables sur leurs fortunes de la bonne fin des opérations qui leur sont confiées par les clients.

2.3. L'âge d'or (1871-1913)

La III^{ème} République naît sur les ruines du Second Empire et la Commune. **Dès le début, le nouveau régime s'appuie sur les milieux financiers** avant même que des députés d'affaires ne trafiquent leur influence, avant même que les scandales ne fassent les choux gras des publicistes. Pour payer aux vainqueurs allemands l'indemnité qu'ils exigent, les gouvernements français émettent 5 milliards de francs en titres publics (soit

⁴¹ Loi ayant eu pour rapporteur Pierre DAllarde et qui a été votée par l'Assemblée constituante les 2 et 17 mars 1791 afin de renouveler l'édit de Turgot de 1776 supprimant les corporations, les professions et libéralisant le commerce des grains.

⁴² <https://www.cairn.info/histoire-de-la-bourse--9782707171665-page-47.html>, consulté le 08 mars 2022 à 12h33

⁴³ Expression latine signifiant littéralement « nombre fermé ». Elle caractérise la limitation décidée par une autorité publique ou professionnelle du nombre de personnes admises à concourir à exercer une fonction ou un métier.

le quart du PIB de 1870)⁴⁴. Cette opération double le montant de la dette et diffuse très inégalement la propriété mobilière dans la société française. La diffusion d'un emprunt de libération nationale lie davantage les fortunes d'un nombre croissant de citoyens au sort de la République. On assiste à un recentrage des établissements bancaires d'envergure nationale vers les activités de crédit.

Les banques et les bourses régionales jouent un rôle significatif dans le financement local de l'essor industriel. Tout cela s'effectue dans une conjoncture médiocre « la longue stagnation » des années 1876-1895. **La production est en berne et on assiste à un tassement du commerce extérieur**, ce qui réduit l'épargne disponible et par conséquent, l'exportation de capitaux français. Petit à petit, des capitalistes de la deuxième révolution industrielle introduisent leurs entreprises en bourse. Jusqu'à la seconde moitié des années 1890, seules les entreprises de services collectifs (notamment la construction des canaux et de la distribution de gaz) et les banques levaient régulièrement des capitaux en bourse. La place financière de Paris s'affirme, à la Belle Époque, comme le challenger de l'impérial City londonienne.

Les quatre premières décennies de la III^{ème} République témoignent d'une époque où la bourse acquiert en France une position cruciale, tout à la fois politiquement, économiquement et socialement. **Le krach de 1882 est le plus violent de l'histoire boursière française**⁴⁵. Dans la mémoire collective, il reste associé à l'abandon de l'Union générale, romancée par ZOLA dans l'Argent.

Fondée à Lyon, en 1878, par Eugène BANTOUX⁴⁶ qui présente la banque comme le pendant catholique de la maison Rothschild, l'Union générale séduit les opposants conservateurs de la jeune République.

Après la débâcle et le règlement des indemnités de guerre, les ressources colossales mobilisées par le Plan FREYCINET de 1878, plan dont l'objectif majeur était de donner accès au chemin de fer à tous les Français, de façon à favoriser le développement économique du pays et à désenclaver les régions reculées⁴⁷, pour la

⁴⁴ Lagneau-Ymonet Paul, Riva Angelo, « III. L'âge d'or (1871-1913) La bourse « républicaine » », *Histoire de la Bourse*. Paris, La Découverte, « Repères », 2012, p. 47-64, consulté le 08 mars 2022 à 13h41

⁴⁵ <http://www.touteconomie.org/node/10399>

⁴⁶ Paul Eugène Bontoux était un Financier français (Gap 1820-Cannes 1904), Fondateur en 1878, de l'Union générale, banque d'inspiration catholique, il fut condamné après le krach de cet établissement (1882), qui causa des ruines nombreuses. Source : <https://www.larousse.fr/encyclopedia/>

⁴⁷ D'après le site de la mairie de *laguepie*. Source : <https://www.laguepie.fr/laguepie/histoire-et-patrimoine/> consulté le 08 mars 2022 à 19h29

construction du réseau ferré secondaire remettent en branle les industries françaises. Nombre de banques se constituent pour profiter de la manne publique. Rapidement, cet élan prend un tour spéculatif, entretenu par les réclames qui vantent les mérites de projets industriels ou financiers toujours plus exotiques et extravagants.

A la liquidation de janvier 1882, la chute des cours de l'Union générale empêtrée dans des fraudes précipite le krach. La situation est critique, le Trésor doit injecter une centaine de millions. La crise financière de 1882 est circonscrite à la France. La place de Paris perd donc du terrain vis-à-vis de ses rivales européennes. Elle pâtit en outre d'une série de scandales politico-financiers dont le plus fameux reste celui du financement du canal de Panama.

Après le sauvetage de 1882, une majorité d'agents considèrent qu'une discipline relâchée leur donnerait davantage de latitude pour rivaliser avec les coulissiers (les intermédiaires officieux). **L'intermédiation boursière est libéralisée le 28 avril 1893.**

L'organisation de la bourse, la sécurité des transactions et les faibles courtages pratiqués par les agents de change attirent les épargnants particuliers qui sont en mesure de se constituer une épargne 4 de prévoyance. Mais ces clients, qui achètent leurs titres notamment auprès de leur banque, opèrent au comptant et de manière ponctuelle. La fréquence comme le montant de leurs transactions sont bien moindres que pour des professionnels.

Autrement dit, les agents de change voient leur clientèle changer. Alors que, auparavant, un nombre restreint d'opérateurs professionnels passaient des ordres de taille importante sur les principales valeurs de la cote, les agents de change doivent désormais satisfaire des particuliers ou de modestes établissements qui leur adressent une myriade de petits ordres sur un nombre accru de titres, au comptant comme à terme.

De ce fait, les intermédiaires font face à **des volumes croissants, mais ils voient leurs profits décliner**. Les charges sont encombrées d'écriture et la bourse est engorgée au point qu'il faille agrandir le palais. Ensuite est arrivé le SCANDALE DU PANAMA (1892-1893), considéré comme « le plus grand scandale politico-financier que la France ait connu »⁴⁸ durant la Troisième République et qui ruina des centaines de milliers d'épargnants et marqua le début d'une perte de confiance de la population envers ses élites alors même que la bourse de Paris était en pleine expansion.

Le scandale était lié aux difficultés de financement de la Compagnie universelle du canal interocéanique de PANAMA, société créée par **Ferdinand de LESSEPS** (1805-

⁴⁸ Jean-Yves Mollier, Retour sur le scandale de Panama, Dans Entreprises et histoire. 2020/4 (n° 101), pages 14 à 26

Simulation d'un micro marché boursier en RDC. Mécanismes de mise en place pour les PME.
// Simulation of a micro stock market in the DRC. Implementation mechanisms for SMEs //

1894)⁴⁹ pour réunir les fonds nécessaires et mener à bien le projet. Alors que le chantier se révéla plus onéreux que prévu, Lesseps dut lancer une souscription publique.

Une partie de ces fonds fut utilisée par le financier **JACQUES DE REINACH** pour soudoyer des journalistes et obtenir illégalement le soutien de personnalités politiques afin qu'ils débloquent des fonds (par exemple le ministre des travaux publics CHARLES BAÏHAUT reçut une promesse d'un million de francs) . Après la mise en liquidation judiciaire de la compagnie, qui ruina les souscripteurs, le baron de Reinach fut retrouvé mort tandis que plusieurs hommes politiques étaient accusés de corruption. Le scandale éclata alors au grand jour.

2.4. La bourse durant la grande transformation industrielle (1914-1944)

La France sort du conflit exsangue. Le franc-or a disparu avec la suspension de la convertibilité des billets le 5 août 1914. Les finances publiques sont dévastées : le gouvernement a très peu recouru à l'impôt (malgré instauration de l'impôt sur le revenu en 1914) préférant emprunter par le biais de prêts octroyés par les Alliés, d'émissions de rentes et de bons de Défense nationale. L'inflation, produite par la pénurie et les désordres monétaires, est la grande nouveauté. Elle entame le revenu des rentiers mais favorise les débiteurs (État et entreprises) : les taux longs augmentent, mais l'inflation croît davantage, ce qui réduit mécaniquement les dettes et rend ainsi possible la croissance exceptionnelle que la France va connaître jusqu'à la Grande Dépression.

Au cours de la décennie suivante, le secteur bancaire subit de plein fouet la contraction de l'activité économique qui est, en France, moins brutale mais plus longue qu'ailleurs. Entre 1929 et 1937, ce sont 670 institutions financières qui font défaut. Dès le printemps 1929, des nuages s'amoncellent sur l'économie américaine après plusieurs années de croissance vigoureuse. Les résultats des entreprises se dégradent, la production automobile baisse ainsi que les revenus agricoles et la construction de logement fléchit.

A Wall Street, la spéculation continue pourtant de plus belle. On emprunte pour acheter des actions. La frénésie est générale et les banques prêtent à tout-va. Entre le début 1928 et octobre 1929, le montant total des prêts double. Les cours des principales valeurs flambent.

⁴⁹ Diplôme et Entrepreneur Français, Il est surtout connu pour avoir fait construire le canal de Suez et pour être impliqué injustement dans le scandale de Panama. Source : <https://www.academie-francaise.fr/les-immortels/ferdinand-de-lesseps> consulté le 22 mars 2022 à 09h01

Le jeudi 24 octobre (**Jeudi noir ou Black Thursday**), c'est le krach. Tout le monde veut vendre ses titres, personne n'achète. À midi, l'indice dow Jones (l'équivalent du CAC 40) a perdu 22,6 %. La baisse se poursuit pendant trois ans : les cours boursiers ont chuté de 87%, les banques font faillite. Cette déroute financière met rapidement à genoux l'économie réelle.⁵⁰

Les deux guerres mondiales et la grande dépression renforcent le rôle de l'État dans l'économie. Les gouvernements apprennent le dirigisme à mesure qu'ils organisent la reconstruction des régions dévastées. Des décisions politiques sont prises. En 1936, l'amorce de nationalisation de la Banque de France par le ministre Blum (qui fut une figure de plusieurs réformes socialistes comme le congé payé, la réduction du temps de travail...) bien décidé à ne pas revivre les affres du « mur d'argent »⁵¹ contre lequel le Cartel de gauche s'était fracassée en 1926.

Dans cette même période émerge aussi un puissant secteur bancaire contrôlé par l'État. Dans l'immédiat d'après Première guerre mondiale apparaissent les chèques postaux, le Crédit national, la Caisse nationale et le Crédit agricole. Ensuite viennent s'installer la Banque française du commerce extérieur, les Banques populaires et le Crédit coopératif.

2.5. La bourse dans une économie désormais financiarisée.

La financiarisation de l'Économie se passe entre la IV^{ème} et la VI^{ème} République. D'abord, **les gouvernants de la IV^{ème} République attribuent à l'État le rôle de grand ordonnateur de la reconstruction et de la modernisation**⁵². Une politique de crédit est mise en place fondée sur l'expansion monétaire par la Banque de France. Outre les principales banques et les sociétés d'assurances, le gouvernement assoit aussi son contrôle sur les secteurs clés que sont l'énergie et les transports, amputant ainsi la capitalisation boursière. L'État laisse aux bourses un rôle d'autant plus restreint que la mise en place dans la France d'après-guerre d'une protection sociale associée à la

⁵⁰ Source : <https://www.economie.gouv.fr/facileco/crise-1929-et-grande-depression>

⁵¹ Le mur d'argent est une expression visant à représenter négativement les milieux bancaires, financiers et industriels comme des opposants aux réformes sociales.

⁵² Lagneau-Ymonet, Paul, et Angelo Riva. « V. Encadrement et décloisonnement (1945-1988) Splendeurs et misères de l'économie administrée », Paul Lagneau-Ymonet éd., *Histoire de la Bourse*. La Découverte, 2012, pp. 81-98.

condition salariale rend moins indispensable la constitution d'une épargne individuelle investie en valeurs mobilières.

Epargner devient donc très difficile et investir son épargne dans un marché l'est encore plus.

Dès les débuts de la Vème République le système financier va changer : **les banques obtiennent davantage de latitude** dans leurs choix d'investissement et l'intermédiation boursière voit ses prérogatives étendues. A nouveau, la relance des marchés financiers doit fournir aux entreprises des moyens de financement alternatifs aux crédits publics. La déréglementation financière en France s'inscrit dans une période critique : le délitement de l'organisation économique et sociale de la société française d'après-guerre (fin du compromis fordiste) et la progressive adoption de la désinflation compétitive.

D'un point de vue économique, la Vième République et la participation française au marché commun Européen sont liés⁵³. Enfin, la maîtrise des financiers publics est promue comme gage d'orthodoxie budgétaire à l'égard des acheteurs institutionnels de titres d'État. Ces mesures devaient encourager l'activité économique, en restaurant la confiance dans l'avenir des détenteurs de capitaux.

Amorcée par un gouvernement conservateur en 1978-1980, l'inflexion du système financier français vers un recours plus systématique aux marchés comme moyen non inflationniste de financement des administrations et des entreprises est accomplie entre 1982 et 1986 par un gouvernement de gauche. Les assurances et les banques vont être renforcées par la loi bancaire de 1984 qui revient sur la séparation des activités de marché et celles d'allocation de crédit.

Les « bonus » des professionnels de la finance apparaissent en France, à cette époque. Au printemps 1986, le gouvernement de Jacques Chirac souhaite transformer les bourses françaises pour faciliter les privatisations, mesures phares de son programme. La corporation des agents de change va complètement disparaître peu avant la dernière décennie du XXe siècle⁵⁴ avec la loi sur les bourses de valeurs. Désormais, **la Compagnie des Agents de Change est dissoute et laisse place à la Société des Bourses**

⁵³ Bela Balassa, L'économie française sous la Cinquième République : 1958-1978, Aspects de la crise , 1979 30-6 pp. 939-971

⁵⁴ Le 22 janvier 1988, la loi (no 88-70) réforme radicalement le système boursier en France.

Françaises (SBF) prenant la forme d'une société anonyme et donc privée et investie d'une mission d'intérêt général

La promotion des marchés financiers dans un espace déréglementé et sans frontières (pour le capital) notamment en Europe, scelle le passage du régime économique d'après-guerre. **L'économie financiarisée se caractérise par la primauté de l'impératif de liquidité.** Le Principe de base est qu'il y aura une croissance économique plus forte si les agents peuvent investir et désinvestir à chaque instant par le biais de marchés autorégulés.

Par conséquent, la financiarisation correspond à l'assujettissement de la société à cet impératif de liquidité dont les institutions financières, leurs actionnaires et leurs professionnels sont les premiers bénéficiaires. **Les principales bourses d'Europe et d'Amérique du Nord sont devenues des sociétés privées mues par la recherche du profit** et, à l'aube de l'an 2000, elles se sont elles-mêmes introduites sur les marchés qu'elles régissent. Les bourses sont alors devenues des sociétés cotées, en concurrence entre elles.

Les législateurs européens ont promu la concurrence comme principe ordonnateur de l'intégration financière. La directive « Marché d'instruments financiers », en vigueur depuis le 1er novembre 2007, a institué un « marché pour les marchés ».

Les écarts de prix entre les marchés sont arbitrés à la nanoseconde. Plutôt que verser dans une sorte de déterminisme technologique qui ferait de l'informatisation la force motrice de l'histoire financière récente, il faut bien comprendre que cette transformation des marchés financiers est avant tout le produit de la déréglementation financière et de la privatisation des institutions financières, y compris les bourses. Autrement dit, il s'agit d'un processus éminemment politique.

2.6. La Bourse du Futur : Le trading à haute fréquence

Annoncée il y a quelques années comme « la bourse du futur », le trading à haute fréquence a d'ailleurs déjà pris place de nos jours dans les grandes places financières où les très grandes firmes financières se donnent une lutte acharnée pour être les plus rapide à passer des ordres grâce à des ordinateurs supers puissants appelé