



N° d'ordre :

Centre des Études Doctorales : Sciences Juridiques, Economiques,
Sociales, Chariaa et de Gestion
Formation Doctorale : Sciences économiques et gestion
Discipline : Sciences économiques et gestion
Spécialité : Sciences économiques et gestion
Laboratoire : Laboratoire de recherche et d'études en management,
entrepreneuriat et finance (LAREMEF)

Thèse pour l'obtention de DOCTORAT

La dynamique du capital investissement au Maroc : Enjeux et déterminants

Préparée par : EL GHALFIKI Jawad

Encadrée par : Professeur BENALI Mimoun

Soutenue le 25 février 2023 devant le jury :

Nom et Prénom	Grade	Établissement	Qualité
Pr. ELBOUHADI Abdelhamid	PES	ENCG de Fès	Président et rapporteur
Pr. BENALI Mimoun	PES	ENCG de Fès	Directeur de thèse
Pr. CHARBA Abdelqader	PES	FSJES de Meknès	Rapporteur
Pr. FAHMI Youssef	PH	ENCG de Fès	Rapporteur
Pr. DAOUD Miloud	PES	ENCG de Fès	Examineur
Pr. EL HASSANI Hafid	PH	FSJES de Fès	Examineur

Année Universitaire 2022/2023

Résumé :

La présente thèse tente de vérifier les enjeux et les déterminants économiques, financiers, réglementaires, institutionnels et entrepreneuriaux de la dynamique du capital investissement au Maroc. Pour répondre à la problématique de la recherche, nous avons adopté une démarche fondée sur deux approches distinctes, mais complémentaires : Une première approche est théorique consistant en un cadrage théorique sur les enjeux de financement par capital investissement, une deuxième approche est économétrique vise à identifier les déterminants de la dynamique du capital investissement au Maroc, sur la période allant de 1993 à 2019. Dans le cadre de l'étude économétrique, nous nous sommes servis de l'approche ARDL « bounds test », pour estimer la relation à court terme et à long terme, et le test de causalité au sens de Toda et Yamamoto, pour déterminer les relations unidirectionnelles entre les variables du modèle estimé. Les résultats de l'étude économétrique obtenus montrent l'importance de l'environnement économique, financier et entrepreneurial pour expliquer la dynamique du capital investissement au Maroc. En revanche, ils confirment l'impact non significatif de l'environnement réglementaire et institutionnel sur cette même dynamique.

Mots Clés : ARDL, Capital investissement, Déterminants, Enjeux, Maroc, Toda et Yamamoto.

Abstract :

This thesis attempts to verify the economic, financial, regulatory, institutional and entrepreneurial issues and determinants of private equity dynamics in Morocco. To address the research problem, we have adopted an approach based on two distinct but complementary approaches: a first approach is theoretically consisting of a theoretical framing on the issues of financing by private equity, a second approach is econometric aims to identify the determinants of the dynamics of private equity in Morocco, over the period from 1993 to 2019. As part of the econometric study, we used the ARDL “bounds test” approach to estimate the short- and long-term relationship, and the Toda and Yamamoto causality test to determine the unidirectional relationships between the variables of the estimated model. The results obtained show the importance of the economic, financial and entrepreneurial environment in the dynamics of private equity in Morocco. Furthermore, the results confirm the insignificant impact of the regulatory and institutional environment on the dynamics of private equity in Morocco.

Keywords: ARDL, Challenges, Private equity, Determinants, Morocco, Toda and Yamamoto

Dédicace

À mon défunt père Abderrahmane qui m'a toujours encouragé à poursuivre mes études doctorales.

À ma chère maman Fadma : Tous les plus beaux mots du monde ne sauraient exprimer ma gratitude et ma reconnaissance pour tout ce que vous avez fait et continuez à faire pour moi.

À ma femme Imane et mes deux chers enfants Zineb et Mohamed Taha

À mes chers frères et sœurs

À ma famille

À mes amis(e)s

Et à tous ceux qui me sont chers.

Remerciements

Tout au long de cette thèse, du choix du sujet à la rédaction, j'ai été soutenu et encouragé par de nombreuses personnes, que je tiens à remercier ici.

Mes remerciements sont destinés tout d'abord à mon directeur de thèse, le professeur BENALI Mimoun. Il a toujours été très accessible, et a suivi méticuleusement l'avancement de mon travail. Tout au long de ce travail, il a su me fournir un appui constant, une proximité, une écoute, une confiance et des conseils précieux et judicieux à la hauteur de ses compétences et de ses réelles qualités humaines. Enfin, ses nombreuses relectures et corrections m'ont été très utiles. Cette thèse lui doit beaucoup. J'espère que ces quelques mots témoigneront de la nature de ma gratitude et mon admiration à votre égard.

Je remercie également Pr. ELBOUHADI Abdelhamid, Pr. CHARBA Abdelqader, Pr. FAHMI Youssef, Pr. DAOUD Miloud, Pr. EL HASSANI Hafid qui m'ont honoré en acceptant d'évaluer ma thèse dans le cadre du jury de ma soutenance.

Je voudrais témoigner ma considération à l'École Nationale de Commerce et de Gestion de Fès pour l'environnement de travail accueillant et pour tous les moyens mis à la disposition des étudiants. Je tiens également à remercier l'ensemble du corps professoral et du personnel de l'ENCG pour leurs efforts et leur collaboration.

Un grand merci à ma famille pour le soutien et les encouragements. Merci à ma mère Fadma à qui je dédie ce travail. À la mémoire de mon père Abderrahmane. Vous êtes toujours présent dans mon esprit et je te dédie ce travail. Merci à mes chers frères et sœurs.

À ma chère femme, Imane, qui n'a jamais arrêté de me motiver pendant toutes ces années de travail et qui a toujours été un appui moral incontournable.

À mes deux chers enfants Zineb et Mohamed Taha. Ils ont été présents pour écarter les doutes, soigner les blessures et partager les joies. Cette thèse est également le fruit de leur collaboration.

Enfin, j'adresse mes remerciements à toutes les personnes qui ont ainsi contribué à mon bien-être et à l'établissement de conditions très favorables à l'achèvement de mon projet de recherche.

Sommaire

Introduction générale.....	1
Chapitre I : Le Cadre conceptuel du capital investissement	17
Section 1 : Définition, segments, structures d'organisation et typologies du capital investissement	19
Section 2 : Les intervenants et processus d'investissement	37
Chapitre II : Le capital investissement au Maroc : État des lieux.....	57
Section 1 : L'état et la dynamique du marché marocain du capital investissement	59
Section 2 : L'attractivité du Maroc pour le capital investissement	75
Chapitre III : Les enjeux du modèle de financement par capital investissement	82
Section 1 : Les apports du modèle de financement par capital investissement.....	84
Section 2 : Les limites du modèle de financement par capital investissement	107
Chapitre IV : Les déterminants de la dynamique du capital investissement : Revue de la littérature.....	119
Section 1 : Les déterminants économiques et financiers.....	120
Section 2 : Les déterminants réglementaires et institutionnels	127
Section 3 : Les déterminants entrepreneuriaux	137
Chapitre V : Le positionnement épistémologique et les choix méthodologiques	144
Section 1 : La Posture épistémologique et méthodologique	146
Section 2 : La méthodologie empirique	153
Chapitre VI : Résultats et discussion.....	180
Section 1 : Résultats empiriques et interprétations	182
Section 2 : Discussion des résultats.....	225
Conclusion générale	243
Table des figures	249
Liste des Tableaux.....	251
Bibliographie	254
Table des matières	283

Introduction générale

1. Mise en contexte de la recherche

Le secteur du financement par capital investissement s'est considérablement développé au fil du temps et a contribué à la création et à la croissance de très nombreuses entreprises multinationales de renommée. Cet apport a été très manifeste dans les économies développées comme les États-Unis et le Royaume-Uni. Des entreprises innovantes et pionnières telles qu'Apple, Microsoft Corporation, Google et Facebook, entre autres, sont les plus représentatives de cette contribution (Ning et al., 2015).

De ce fait, le financement par capital investissement a attiré une attention de plus en plus accrue de la part de la communauté scientifique. Les recherches ont porté davantage sur les répercussions de l'essor du secteur du capital investissement sur les autres activités économiques. Les recherches menées en ce sens ont révélé qu'un marché de capital-investissement bien développé est susceptible de générer des effets bénéfiques, à la fois pour les entreprises et les investisseurs, en favorisant l'innovation, l'entrepreneuriat, la gouvernance des entreprises, la création d'emploi et, partant, contribuer à la croissance économique sur le plan macroéconomique (Economics, 2013 ; Korteweg et Sorensen, 2017 ; Malik et Dhankar, 2017 ; Wright et al., 2009).

L'Association marocaine des investisseurs en capital (AMIC)¹ considère que le capital investissement comme *« une activité financière qui consiste pour un investisseur professionnel à entrer, pour une durée déterminée, dans le capital d'entreprises, non cotées sur le marché boursier, ayant besoin de fonds propres. Soutien de l'entreprise, à tous les stades de son existence, le capital Investissement peut indifféremment financer le démarrage,*

¹ « Créée en 2000 et instituée par la Loi 41-05 relative aux Organismes de Placement Collectif en Capital (OPCC), l'Association marocaine des Investisseurs en Capital est l'unique association professionnelle au Maroc spécialisée dans le métier du capital investissement. Outre ses missions de déontologie, de contrôle et de développement des pratiques de place, l'AMIC a pour vocation de fédérer, représenter et promouvoir l'industrie marocaine du capital investissement auprès d'investisseurs locaux et internationaux, des pouvoirs publics et des entrepreneurs. Avec ses 28 membres actifs, l'AMIC représente la grande majorité des sociétés de gestion qui opèrent au Maroc. Les 24 membres associés, dont les métiers sont étroitement liés au capital investissement, accompagnent et conseillent fonds, investisseurs et entrepreneurs dans le montage et la gestion de leurs opérations ». <https://amic.org.ma/>. Dernière consultation, le 31/05/2021.

*la croissance, la transmission ou encore la recapitalisation en cas de difficultés (...) »². La définition du capital-investissement varie selon le stade de développement de l'entreprise cible en question. Selon Kelly (2012), le capital-investissement peut être segmenté en deux sous-ensembles : segment du capital-risque et segment du « *rachat d'entreprises* ». Le capital risque désigne le compartiment du capital-investissement qui investi dans des entreprises qui sont encore aux premiers stades de leur développement, tandis que le segment du rachat par le capital-investissement est davantage axé sur les entreprises développées et généralement utilisé pour financer des « *changements de propriété* », par lesquels des entreprises non cotées sont « *achetées, restructurées et améliorées pour ajouter de la valeur pour être vendues* »³. Les sociétés de capital-investissement sont généralement organisées sous la forme d'une société en commandite, « *Limited partnership* », composée de commandités « *General Partners* » et de commanditaires « *Limited Partners* ». Les commanditaires fournissent du capital au fonds et ne sont souvent pas impliqués dans la gestion du fonds. Un accord de gestion est souvent mis en place, qui définit le mandat d'investissement des partenaires généraux, les secteurs dans lesquels ils peuvent investir, la limitation des investissements dans une seule entreprise et la restriction de l'utilisation des bénéfices réalisés par le fonds.*

Le capital-investissement tel que nous le connaissons est apparu au milieu du 20^e siècle, et a gagné en popularité dans les années 1980. En guise de source alternative de financement, le capital-investissement s'est d'abord développé aux États-Unis pour accompagner la promotion des start-ups innovantes (Hellmann et Puri, 2002 ; Kortum et Lerner, 2000). Ultérieurement, il s'est étendu en Europe et à d'autres pays (Bruton, Manigrat, Fried et Sapienza, 2002). Son développement a souvent été encouragé par la politique des gouvernements visant à promouvoir l'innovation technologique et à soutenir les petites et moyennes entreprises (Fenn, Liang et Prowse, 1995)⁴. Cependant, force est de constater que les montants levés et investis, les performances réalisées et les pratiques de gestion dans ce domaine diffèrent dans le temps et dans l'espace (Wright et al., 2005; Guler and Guillén 2010 ; Prequin 2015).

² CNUCED, & AMIC. (2011). Capital Investissement au Maroc Guide Pratique pour Entrepreneurs. La Conférence des Nations Unies sur le Commerce et le Développement (CNUCED) en coopération avec l'Association Marocaine des Investisseurs en Capital (AMIC), P.5.

³ Ndlwana, G., & Botha, I. (2018). Determinants of Private Equity Investments across the BRICS Countries. The Journal of Private Equity, 21(4), 18-28, P.2.

⁴ Des données empiriques sur l'impact économique du capital investissement sont fournies, par exemple, dans les travaux de Levine (1997), Hellmann et Puri (2000), Kortum et Lerner (2000), Belke et al (2003), et Fehn et Fuchs (2003).

En Afrique, la naissance de l'activité du capital investissement interviendra au début des années 1990. Elle coïncide avec le lancement de nombreux fonds qui ont investi dans divers secteurs d'activité et dans différentes phases des entreprises avec l'implication des institutions de financement du développement. Celles-ci sont rejointes par l'émergence de fonds dédiés à l'Afrique basés en Afrique du Sud au début des années 2000 (AVCA, 2016)⁵. Aujourd'hui, les pays africains font partie des pays qui ont entrepris des efforts considérables pour promouvoir le financement par capital investissement à travers des réformes macroéconomiques et institutionnelles (Benali et El ghalfiki, 2021 ; George et al., 2016). Parmi ces pays africains, on trouve le Maroc qui a misé sur le capital investissement en tant que canal de financement alternatif.

Le secteur du capital investissement au Maroc est encore jeune. Il a émergé dans les années 1990 pour ne devenir pleinement fonctionnel qu'en 1993 avec la naissance de la société de gestion Moussahama, filiale de la Banque Centrale Populaire, une des premières entreprises de cette industrie au Maroc. Pendant longtemps, Moussahama fut le seul opérateur du marché. Les autres fonds d'investissement ne verront en effet le jour qu'à partir de l'an 2000, année de création de l'AMIC, fondée à l'initiative de quatre opérateurs : Capital Invest, Casablanca Finance Capital, Moussahama et Upline. Aujourd'hui, l'AMIC regroupe la majorité des investisseurs en capital marocain. Le dynamisme du secteur va amener l'État à participer activement au développement de l'investissement en capital à travers la Caisse de Dépôt et de Gestion (CDG). Compte tenu de son double rôle d'investisseur financier, qui cherche la meilleure performance pour les fonds qu'elle gère, et d'institution, destinée à appuyer le développement et la modernisation du tissu économique marocain, la CDG a fait de ce métier un axe important de sa politique d'investissement. Les établissements bancaires ont également été séduits par le potentiel de développement de l'activité et ont créé leurs propres fonds d'investissement. À travers cette dynamique, le marché marocain du capital investissement devient de plus en plus attractif. Ainsi, en 2021, le Maroc est classé troisième marché africain en matière d'attractivité du capital-investissement selon l'« indice global d'attractivité du capital investissement ».

Au cours des trois dernières décennies, plusieurs recherches ont été consacrées aux déterminants de l'activité de capital-investissement. Black et Gilson (1998), puis Gompers et Lerner (1998) ont été les premiers à analyser les déterminants du marché du capital

⁵ African Private Equity and Venture Capital Association (AVCA), Guide to PE in Africa, 2016. En ligne : <https://www.avca-africa.org/media/1535/avca-guide-to-pe-in-africa-a4-web.pdf>. Dernière consultation le 15/07/2020.

investissement aux États-Unis. Ces auteurs ont montré que trois facteurs sont responsables de l'augmentation des investissements en capital investissement : le marché des introductions en bourse, le marché du travail et la réduction du taux d'imposition des sociétés. Ils ont ensuite enrichi leur modèle en incluant d'autres facteurs macroéconomiques : la réglementation juridique et les dépenses de recherche et développement (R&D). En outre, Romain et De La Potterie (2004) ont mené une étude similaire en se concentrant sur l'analyse des déterminants du capital-investissement dans 16 pays de l'Organisation de Coopération et de Développement Economique (OCDE). Alors que la plupart des études se sont focalisées au départ sur le marché américain, Jeng et Wells (2000) ont fait progresser la recherche sur les déterminants de l'investissement en capital-risque en incluant d'autres pays dans leur modèle. Ils estiment que les divers aspects du marché du travail et des institutions publiques sont très influents sur l'investissement en capital. Par ailleurs, des variables telles que le rôle des institutions et la corruption ont été introduites par Groh et Wallmeroth (2016) dans l'analyse des marchés émergents et Benali et El Ghalfiki (2021) dans le contexte africain. La plupart des recherches récentes se concentrent sur la même approche fondée sur l'offre et la demande et les variables sont divisées en cinq volets : les variables économiques, variables financières, variables juridiques, variables entrepreneuriales et les variables institutionnelles.⁶

Les travaux de recherche consacrés aux déterminants de la dynamique du capital-investissement dans divers pays ou économies se sont focalisés essentiellement sur le segment du capital risque qui constitue une seule variante du capital investissement. Dans ce sens, Precup (2015) déclare qu'« *en général, la littérature étudie le phénomène du capital-risque qui cible les investissements dans les start-ups et est une sous-composante des investissements en capital-investissement* ». Ce constat est majoritaire dans plusieurs travaux de recherche, y compris l'étude séminale de Gompers et Lerner (1998) sur le développement et les catalyseurs du capital-risque aux États-Unis. Les études consacrées aux déterminants des investissements en capital-investissement au sens large sont peu nombreuses et concernent généralement les économies développées, en particulier en Europe et États-Unis d'Amérique (USA). Par ailleurs, un intérêt limité a été consacré à l'étude des déterminants du capital-investissement dans les économies en développement, notamment africaines. Ceci présente un gap dans l'ensemble de la littérature existante. Par conséquent, il convient d'analyser les déterminants de la dynamique du capital-investissement (comme un seul segment) dans les économies en développement, notamment en Afrique (le contexte marocain).

⁶ Juzènaïté, I. (2020). Economic factors determining venture capital investments and raised funds in Europe (Doctoral dissertation, ISM University of Management and Economics), P.9.

2. Intérêt de la recherche

Le Maroc est bien situé pour tirer profit des avantages économiques que procure le capital-investissement en sa qualité de pays africain qui jouit d'une position géographique idéale, d'être un trait d'union entre le Sud et le Nord. Ce constat peut être renforcé par le fait que, en Afrique, les investissements en capital investissement jouent un rôle essentiel en facilitant les ressources pour faire évoluer les entreprises individuelles et les écosystèmes, en particulier en ce qui concerne la faible profondeur des marchés de capitaux africains et le coût élevé du financement par emprunt (The economist, 2017). Par ailleurs, comme le soulignent Stokoe et al. (2015) l'Afrique est le troisième marché le plus attractif pour les investissements en capital investissement après l'Amérique latine (hors Brésil) et l'Asie du Sud-Est. D'autre part, en raison de la forte croissance économique, de la présence de bonnes perspectives économiques et de cadres réglementaires modernisés, les investissements en capital-investissement devraient augmenter parmi les pays africains grâce à l'afflux important de capitaux (Ndlwana et Botha, 2018). À la lumière de ces arguments, le Maroc est en position favorable pour attirer les investissements en capital investissement, car il représente le troisième marché d'Afrique en matière d'attractivité pour le capital investissement (Groh et al., 2021).

Par ailleurs, le financement par capital investissement constitue un levier majeur pour réduire le chômage, favoriser l'accès au financement aux PME et promouvoir l'innovation. D'abord, le chômage est toujours un défi économique majeur pour le Maroc. Compte tenu du caractère précaire, dual et non inclusif du marché du travail marocain, ce dernier peut être considéré comme un frein important à l'émergence du Maroc⁷. Dans la perspective de réduire le taux de chômage, les investissements en capital-investissement sont susceptibles de contribuer à la création d'emplois en permettant de stimuler l'entrepreneuriat et contribuer à la création et croissance des entreprises et la croissance économique. Ensuite, malgré la taille du système bancaire marocain, un grand nombre d'entreprises n'ont pas accès aux financements bancaires. Selon la dernière édition de l'enquête sur les entreprises, réalisée conjointement par la Banque européenne d'investissement (BEI), la Banque européenne pour la reconstruction et le développement (BERD) et le Groupe de la Banque mondiale, seulement 62 % de ces dernières du secteur formel disposent d'un compte courant ou d'épargne, un

⁷ MAROC, T. A. (2017). Le marché du travail au Maroc : défis et opportunités. En ligne : <https://www.cawtarclearinghouse.org/storage/5409/Le-march+%C2%AE-du-travail-au-MarocD+%C2%AEfis-et-opportunit+%C2%AEs.PDF>, P.3. Dernière consultation le 03/12/2021.

pourcentage inférieur à celui d'autres pays d'Afrique du Nord ou à la moyenne des pays à revenu intermédiaire de la tranche inférieure. La taille de l'entreprise et la détention d'un compte bancaire sont étroitement liées. Au Maroc, seulement 58 % des petites entreprises (de 5 à 19 employés) disposent d'un compte courant ou d'épargne, contre 66 % des entreprises de taille moyenne (20 à 99 employés) et 82 % des grandes entreprises (plus de 100 employés). Cela indique qu'une grande partie des entreprises marocaines, en particulier les plus petites, n'ont pas accès au financement bancaire⁸. Par ailleurs, environ 28 % des entreprises marocaines déclarent que l'accès au financement constitue un obstacle majeur à leurs activités. En conséquence, le financement par capital-investissement présente une source alternative de capital à long terme pour les entreprises et surtout les PME nouvelles et établies à fort potentiel de croissance au Maroc, communément connues sous le nom des start-ups. Ces dernières sont considérées comme des sources importantes d'innovation. C'est pourquoi les responsables politiques marocains s'efforcent de créer des écosystèmes efficaces où les start-ups innovantes peuvent prospérer et se développer. Parmi les piliers de cet écosystème, nous noterons le financement. En effet, l'accès au financement est un facteur clé dans le processus de création (Cassar, 2004 ; Popov et Roosenboom, 2013 ; Kim et al., 2016), de survie (Tsoukas, 2011) et de croissance (Rahaman, 2011) des entreprises, en particulier pour les petites entreprises (Beck et Demirguc-Kunt, 2006) et les entreprises innovantes (Lee et al., 2015)⁹. Force est de constater que les entreprises innovantes se heurtent à de nombreux défis relatifs à l'asymétrie d'information entre les créateurs d'entreprises innovantes et les systèmes de financement traditionnels. L'un des défis majeurs rencontrés par les jeunes entreprises innovantes est le comportement prudent de certains bailleurs de fonds. Cette prudence se traduit souvent par des effets d'éviction des jeunes entreprises innovantes des circuits de financement traditionnel (Diamane et Koubaa, 2017). De ce fait, le capital investissement en tant que catalyseur d'innovations, est au cœur de cette dynamique de financement de l'innovation au Maroc (Lerner et al., 2011).

D'autre part, la libéralisation de l'économie nationale et la crise du Covid-19 et leurs répercussions économiques ont révélé l'importance de la résilience des entreprises. D'abord, le contexte de libéralisation des marchés intérieurs et extérieurs dans lequel évoluent les entreprises marocaines s'est accompagné d'un large éventail de réformes législatives,

⁸ « Le développement du secteur privé au Maroc : enjeux et perspectives dans le contexte de la pandémie de Covid-19 », Rapport de la Banque africaine de développement, Banque européenne pour la reconstruction et le développement, et Banque européenne d'investissement 2021, P.28 et 30.

⁹ Cité par Cincera, M., & Santos, A. M. (2015). Innovation and access to finance-a review of the literature. iCite Working Papers, (2015-16), P.12.

réglementaires et institutionnelles, dont la finalité est d'asseoir les fondements d'une économie ouverte sur l'environnement international et disposant d'atouts pour affronter la concurrence, tant sur le marché local que sur les marchés extérieurs (Pouillieute, 1999). Ensuite, l'environnement actuel est caractérisé par l'apparition d'une crise sanitaire de Covid-19, une violente crise économique et systémique menace l'économie nationale dans son ensemble, et le secteur privé en particulier notamment les PME qui représente 93 % du tissu économique. Cela rend l'accompagnement et la mise à niveau des entreprises marocaines des impératifs stratégiques. De ce fait, les entreprises marocaines sont confrontées à une épreuve difficile dans la mesure où elles sont contraintes de montrer une résilience forte pour faire face aux chocs induits par la crise actuelle (Bennis et Oudday, 2021). Par conséquent, le financement par capital-investissement se révèle crucial pour assurer la survie et la résilience des entreprises marocaines. Car, ce mode de financement constitue un avantage concurrentiel pour la différenciation des entreprises et devient un facteur essentiel de compétitivité, de croissance à long terme, de création de valeur et de résilience¹⁰.

Le secteur du capital-investissement au Maroc est relativement naissant et, d'un point de vue académique, n'a pas fait l'objet de recherches approfondies. Donc par la présente thèse, nous ne cherchons pas seulement à mieux saisir les enjeux et les déterminants de la dynamique du capital-investissement, mais nous tentons également de développer une réflexion qui nous amène à faire émerger des politiques publiques et des suggestions de débat sur ce thème. Il est important pour les pouvoirs publics, les investisseurs et les entreprises de bien comprendre les facteurs qui influencent l'activité des sociétés de capital-investissement. Si la littérature existe sur les impacts des facteurs sur l'activité du capital investissement et sur les différences entre les pays, il y a eu, à notre connaissance, peu de travaux pour le cas du Maroc. C'est dans cette perspective que cette thèse se propose de déterminer les effets des facteurs macroéconomiques sur l'activité du capital investissement pour le cas marocain.

¹⁰ « Les entreprises financées par le Capital investissement (CI) ont été “plus résilientes” durant la pandémie de Covid-19, a indiqué mercredi le président de l'Association marocaine des investisseurs en Capital (AMIC), Tarik Haddi. Intervenant lors d'un webinaire sur le thème “Activité 2020 du Capital Investissement au Maroc et impact de la Covid-19 sur les acteurs”, M. Haddi a souligné que pour remettre les entreprises sur les chemins de la croissance, il est impératif d'avoir des financements en fonds propres, combinés à une vision stratégique pertinente et une gouvernance améliorée ». <https://lematin.ma/express/2021/entreprises-accompagnees-capital-investissement-plus-resilientes/356222.html>. Dernière consultation le 20/11/2021.

3. Problématique et objectifs de la recherche

Grâce à son large réseau, le capital-investissement assure un rôle important en tant qu'intermédiaire entre les investisseurs privés ou institutionnels et les entreprises à la recherche de sources alternatives de capitaux. Les investissements en capital-investissement favorisent la croissance économique et le développement des entreprises non cotées et, en conséquence, contribuent à la création d'emplois par le biais de dispositifs de financement spécifiques et de mécanismes de gestion stratégique et opérationnelle de ces dernières. Afin d'exploiter efficacement les avantages offerts par les investissements en capital-investissement au Maroc, il est essentiel de se poser la question suivante :

Quels sont les enjeux et les déterminants de la dynamique du capital investissement au Maroc ?

Les objectifs qui motivent cette recherche sont présentés ci-dessous :

- Analyser la littérature empirique et théorique sur les enjeux du capital investissement.
- Identifier les facteurs déterminants de l'activité de capital-investissement dans le cas du Maroc.
- Montrer comment le Maroc peut améliorer son positionnement pour favoriser un environnement propice à l'activité de capital-investissement par l'intervention des pouvoirs publics, en développant des politiques appropriées et en adoptant des cadres juridiques et réglementaires adéquats.

4. Hypothèses de recherche

La revue de littérature sur le sujet des enjeux et déterminants de la dynamique du capital d'investissement, qui sera approfondi à travers la présente thèse, nous a permis de formuler les hypothèses de notre recherche.

L'hypothèse principale de cette thèse est que les environnements économique, financier, réglementaire, institutionnel et entrepreneurial sont les principaux déterminants de la dynamique du capital investissement au Maroc. Cette étude cherche à tester les hypothèses suivantes :

H1 : L'environnement économique exerce un impact positif et significatif sur la dynamique du capital investissement au Maroc.

H2 : L'environnement financier a un impact positif et significatif sur la dynamique du capital investissement au Maroc.

H3 : L'environnement entrepreneurial a un effet significatif et positif sur la dynamique du capital investissement au Maroc.

H4 : Un environnement réglementaire favorable est positivement assorti à la dynamique du capital investissement au Maroc.

H5 : L'environnement institutionnel présente une influence significative et positive sur la dynamique du capital investissement au Maroc.

5. Méthodologie de recherche

- Une inscription épistémologique positiviste

Dans cette thèse, la conception de la connaissance scientifique est celle de la tradition positiviste. D'après Perret et Séville (2003)¹¹, « *le paradigme positiviste considère que la réalité existe en soi, elle possède une essence propre. La mission du chercheur consiste à trouver cette réalité extérieure à lui. Dans cet esprit de positivisme, nous admettons la construction d'une connaissance de l'objet (la réalité) de nature objective, extérieure à l'individu et indépendante du contexte d'interactions des acteurs. La réalité peut donc être prédite et soumise ici au critère de réfutabilité de Popper¹²* ». En adoptant ce paradigme, nous nous attachons à expliquer la réalité existante de manière objective, tout en restant indépendants de l'objet étudié.

- Une démarche de recherche hypothético-déductive

Les élaborations théoriques menées dans cette recherche sont des résultats logiques issus d'un raisonnement de type déductif. Elles sont, *a priori*, construites à partir de la littérature existante et, *a posteriori*, confrontées aux observations de terrain. Il est possible de relever six étapes principales dans le processus de cette thèse : l'idée initiale, la revue de la littérature, la formulation des questions de recherche, la formulation des hypothèses, la construction des modèles et la réalisation de l'étude empirique.

¹¹ Cité par Bouamama, M. (2015). Nouveaux défis du système de mesure de la performance : cas des tableaux de bord (Doctoral dissertation, Université de Bordeaux), P.19.

¹² Pour Karl Popper (« Conjectures et réfutations », Payot, Paris, 1985), un ensemble de connaissances est qualifié de science si, et seulement si, il doit être vérifié, vérifiable et surtout réfutable par l'expérience. Cela est assuré par une confrontation du modèle de recherche à la réalité du terrain observé. Le critère de réfutabilité satisfait deux conditions : (1) la théorie scientifique doit être capable de faire une (des) prédiction(s) (2) cette prédiction doit examiner une expérience nouvelle susceptible de réfuter la théorie.

- Une méthode quantitative

Deux étapes sont à signaler dans l'étude empirique. Premièrement, il s'agit de la collecte des données, qui, en raison de la nature de l'étude, seront des données secondaires. Deuxièmement, la phase qui se concrétise par une analyse économétrique. L'économétrie sert à tester les modèles par rapport aux données. Le recours aux méthodes économétriques procure à la fois des estimations empiriques des relations théoriquement spécifiées entre les variables et une mesure de la confiance que l'on peut accorder aux modèles.

Les choix épistémologiques et méthodologiques proposés s'inscrivent en fait dans une démarche plus générale, comme en témoigne le plan adopté.

6. Structuration de la thèse

Dans le souci de répondre à la problématique, et aux hypothèses de recherche, la présente thèse se déclinera autour de six chapitres. Par ailleurs, pour bien appréhender la structuration et l'articulation des différents chapitres, il est indispensable de se remettre dans le contexte de la question de recherche. En effet, le plan de cette thèse est construit sur la base de cette question de recherche.

- **Le premier chapitre** a pour objectif de revenir sur les aspects fondamentaux du capital-investissement. Dans un premier temps, nous identifierons les principes de base du capital-investissement, puis, dans un deuxième temps, nous donnerons un aperçu des acteurs du marché du capital-investissement. Enfin, dans un troisième temps, nous analyserons le processus et le cycle de vie du capital-investissement ainsi que les différents types de contributions à la création de valeur apportées par le capital-investissement.
- **Le deuxième chapitre** portera sur la dynamique du marché marocain du capital investissement. Dans une première section, nous soulignerons la dynamique de ce marché en matière de fonds levés et investis, répartition des investissements, sortie et performance. Dans une deuxième section, nous nous attacherons à évaluer l'attractivité du marché marocain du capital investissement. Dans cette perspective, nous présenterons les performances réalisées par le Maroc qui seront comparées à celles d'autres pays africains.
- **Le troisième chapitre** examinera les enjeux du modèle de financement par capital investissement. Afin d'évaluer les avantages et les inconvénients du modèle de financement par capital-investissement, ce chapitre a été organisé en deux sections. La

première section montrera que les investissements en capital-investissement apportent une valeur ajoutée aux investisseurs, aux entreprises bénéficiaires et à l'économie dans son ensemble. La deuxième section exposera les limites de ce modèle de financement. Tout d'abord, le plus fondamental c'est que les opérations de financement par capital investissement impliquent un recours à la dette. Cela se traduit, en effet, par une diminution des dépenses en recherche et développement (R&D), la suppression d'emplois et la possibilité de transmissions de crise (crise systématique). Ensuite, ce système de financement présente des risques inhérents à son mode de fonctionnement. Enfin, la relation entre les sociétés de capital investissement (SCI) et les entreprises implique des coûts d'agence et des conflits cognitifs.

- **Le quatrième chapitre** présentera l'état de l'art sur les déterminants de la dynamique du capital-investissement. La littérature sur le sujet nous permet d'identifier un certain nombre de moteurs potentiels de l'activité du capital-investissement. Ceux-ci peuvent être classés en trois piliers principaux, à savoir : ceux liés à l'environnement économique et financier, ceux associés à l'environnement juridique et institutionnel et ceux inhérents à l'environnement entrepreneurial. Dans ce chapitre, nous allons expliquer chacun de ces piliers en tant que déterminant de la dynamique du capital-investissement, ce qui nous permettra d'identifier les variables que nous pourrions utiliser dans notre modèle empirique.

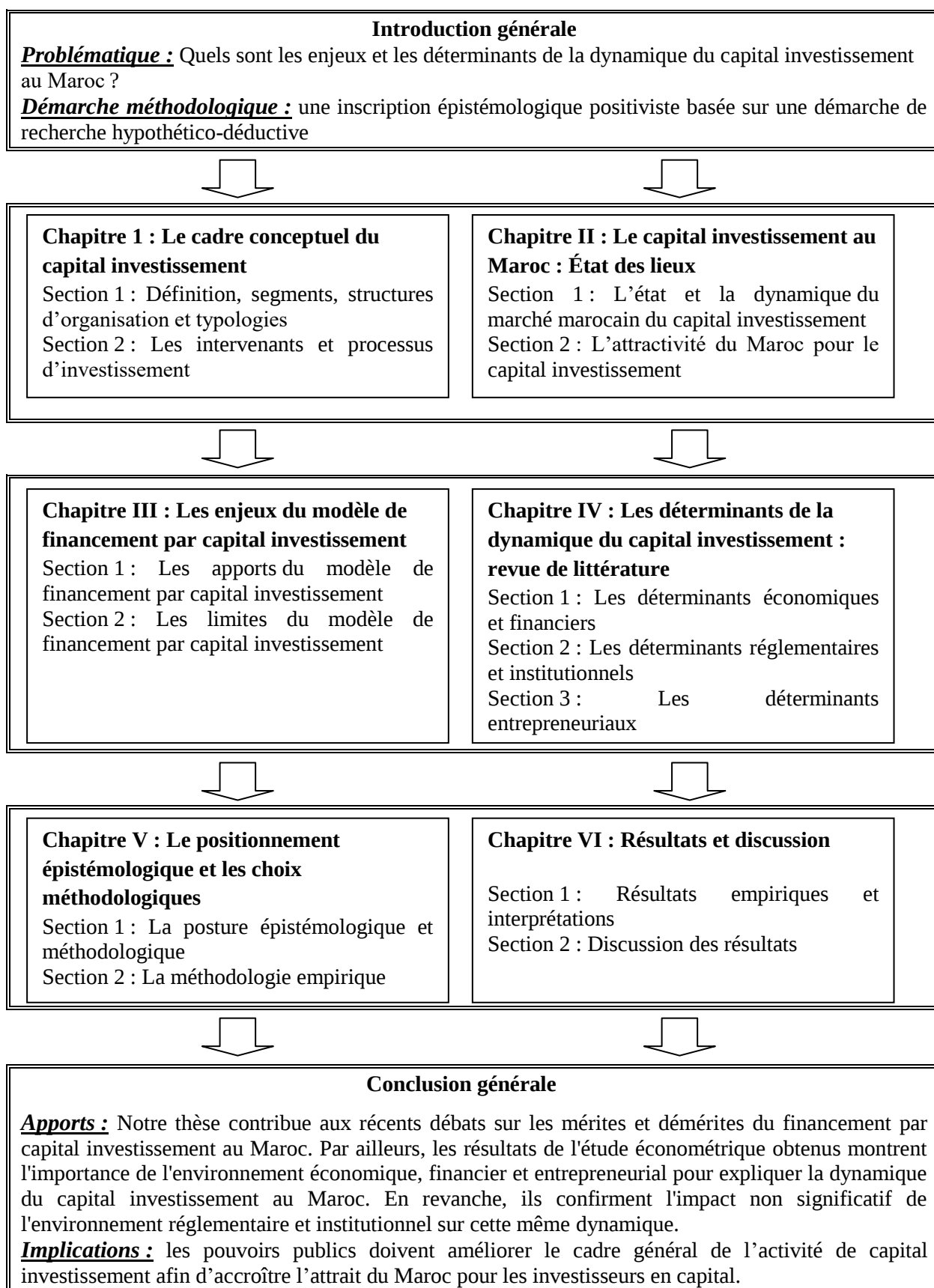
- **Le cinquième chapitre** décrira les objectifs de la recherche, son positionnement scientifique et épistémologique ainsi que la démarche générale de recherche appliquée. Il nous permettra également de saisir comment les analyses et les résultats présentés dans le sixième chapitre ont été obtenus. Ainsi, ce chapitre exposera, dans une première section, le positionnement épistémologique de la recherche, et présentera, dans une seconde section, une explication détaillée des moyens mis en œuvre pour répondre à la question de recherche à partir de la problématique décrite et du cadre conceptuel proposé.

- **Le sixième et dernier chapitre** présentera les résultats obtenus et confrontera nos hypothèses au terrain. Dans la première section, nous présenterons les résultats de la recherche au moyen de tableaux pour chaque sous-ensemble de déterminants. La présentation des résultats commencera par des tests de racine unitaire pour établir la stationnarité qui sera suivie par des tests de relations, à long et court terme, en utilisant

des modèles vectoriels de correction d'erreurs et enfin, le test de causalité de Toda et Yamamoto. Dans une deuxième section, nous synthétiserons en premier lieu nos résultats compte tenu des hypothèses émises, puis nous en déduirons que les pouvoirs publics sont invités à repenser le cadre général du marché marocain du capital investissement.

- **La conclusion générale** offrira une synthèse globale de la thèse. Elle rassemblera et discutera les contributions de cette thèse. Elle discutera de la validité et de la fiabilité de cette recherche, en présentera les limites et proposera quelques perspectives de recherche sur le sujet.

Figure 1 : La démarche de la thèse



Chapitre I :
**Le cadre conceptuel du capital
investissement**

Le secteur du capital-investissement a émergé dès la fin de la Seconde Guerre mondiale. Comme moyen alternatif de financement, le capital-investissement a fait son apparition aux États-Unis dans le souci de soutenir la promotion de jeunes entreprises high-tech innovantes (Hellmann et Puri, 2002 ; Kortum et Lerner, 2000). Il a ultérieurement été importé en Europe et dans les économies émergentes (Bruton, Manigrat, Fried et Sapienza, 2002). Son essor a souvent été conforté par la politique du pays considéré pour favoriser l'innovation technologique et soutenir les petites et moyennes entreprises (Fenn, Liang et Prowse, 1995). Une société de capital-investissement est un intermédiaire d'investissement entre les investisseurs et les entreprises, un acteur qui est mieux informé pour ce qui concerne la prise de décisions au profit des investisseurs et un actionnaire actif aidant les entreprises à améliorer leur performance (Jensen, 1989).

Dans ce premier chapitre, nous définirons le cadre conceptuel de base du capital investissement qui servira de référence à notre étude. Dans la première section, nous présenterons les principes fondamentaux du capital-investissement, notamment sa définition, la composition des investissements et la structure du marché. Dans la deuxième section, nous donnerons un aperçu des acteurs du marché du capital-investissement. Dans la dernière section, nous analyserons le processus et le cycle de vie du capital-investissement ainsi que les différents types de contributions à la création de valeur apportées par le capital-investissement.

Section 1 : Définition, segments, structures d'organisation et typologies du capital investissement

Dans cette première section, nous présenterons un aperçu des différentes définitions du concept de capital-investissement. Ensuite, nous tenterons de montrer les caractéristiques de ce type de financement. Puis, nous présenterons les différents segments, l'organisation et la structuration d'un fonds de capital investissement. Enfin, nous mettrons en évidence les typologies des sociétés de capital investissement.

1. Définition du capital investissement

Le capital investissement est un concept dont la définition est souvent confuse. On dénombre en effet de nombreuses définitions. La présente sous-section ne cherche pas à en dresser une liste exhaustive. En revanche, nous exposerons les définitions les plus courantes que l'on trouve dans la littérature. Puis nous présenterons la définition retenue dans cette thèse.

1.1. La variété des définitions

Il existe plusieurs définitions du capital investissement¹³. Pour Mike Wright¹⁴, « *le capital investissement est traditionnellement défini comme l'investissement, à long terme, réalisé par des investisseurs professionnels dans les fonds propres de firmes non cotées, en contrepartie d'un gain en capital aléatoire complété par un rendement en dividende* ». C'est donc un investissement en fonds propres ou quasi-fonds propres dans les entreprises non cotées¹⁵. Le capital investissement est aussi défini comme « *un investissement en fonds propres ou quasi-fonds propres, réalisé généralement pour le compte d'institutions qui attendent une forte rentabilité en contrepartie de liquidité de leur placement et du risque encouru, et pour une durée limitée dans le temps* »¹⁶. Leeds et Sunderland (2003) quant à eux

¹³ On utilise parfois indifféremment les mots « capital-risque » (traduction de l'anglais *venture capital*) et « capital-investissement » (*private equity*) en anglais. Même, si, tout investissement en capital dans une entreprise comporte un risque important, il est nécessaire de distinguer ces deux concepts. Ainsi, le terme de « capital-investissement » sera utilisé comme terme générique, et le concept de « capital-risque » désignera un des métiers du capital investissement pour désigner le financement des entreprises nouvellement créées. Dans cette thèse le concept du capital-investissement englobe : le capital-risque, le capital développement, le capital-transmission et le capital retournement.

¹⁴ Wright, M. (2002). Le capital-investissement. *Revue française de gestion*, (5), 283-302, P.285.

¹⁵ Douchane Amar et Rochi Jean-Michel « Techniques d'ingénierie financières ; pratique et méthodologies des montages financiers », Éd. SEFI, Paris, 1997, P.12.

¹⁶ Mougenot, G. (2002). *Tout savoir sur le Capital Risque*, Gualino Éditeur, Paris, Coll. *City and York*, P.18.

ont défini le capital-investissement comme étant le financement d'entreprises privées¹⁷ en phase de démarrage ou de développement par des investisseurs tiers à la recherche de rendements élevés en fonction à la fois du profil de risque de l'entreprise et d'illiquidité à court terme de ces investissements. Conroy et Harris (2007) considèrent que le terme capital-investissement est un terme qui se décline en un grand nombre de sous-catégories et qu'il se rapporte aux investissements privés à toutes les étapes de la vie des entreprises. Mohon (2006) définit le capital-investissement strictement comme des investissements à un stade plus avancé. Les sociétés de capital-investissement deviennent généralement des investisseurs actifs en obtenant des places au conseil d'administration et en prescrivant des restrictions contractuelles à la gestion, telles que des exigences détaillées en matière de rapports. Prowse (1998) a défini les sociétés de capital-investissement comme des investisseurs financiers qui acquerront des participations importantes et interviendront activement dans le monitoring et le conseil aux sociétés en portefeuille. Burdel (2009) considère le capital-investissement comme un abri contre le court terme et la volatilité des marchés cotés et comme une plateforme stable pour une croissance rapide et très ciblée à des étapes critiques dans le développement des différentes entreprises.

Le capital investissement consiste en une prise de participation en capital, dans des entreprises généralement non cotées qui n'ont pas accès directement aux marchés financiers, pour financer leur démarrage ou leur croissance, leur transmission ou leur survie. Il s'agit ainsi de financer des sociétés en création ou des PME-PMI à un moment critique de leur histoire, en palliant le manque d'argent des fondateurs ou des dirigeants, et en fournissant des capitaux que les banques ne sont pas prêtes à engager, car le risque auquel elles seraient exposées serait trop important pour elles.¹⁸ D'après l'Association Française des Investissements en Capital (AFIC), le capital investissement est un financement en vrais fonds propres, c'est-à-dire exposés aux risques de l'entreprise, sans garanties ni de l'entrepreneur ni de la société, qui prend la forme de prise de participation en capital, le plus souvent minoritaire, pour une durée généralement limitée à celle prévue pour la réussite du projet (3, 5 ou 7 ans le plus souvent), qui doit avoir un fort potentiel de croissance et de

¹⁷ Un fonds de capital-investissement peut également investir dans le capital d'une société cotée, connu sous le nom de PIPE (private investment in public equity). Notre étude ne concerne ici que les fonds de capital-investissement qui se concentrent sur les prises de participation dans des sociétés privées non cotées.

¹⁸ Lachmann J., (1999), « Capital-Risque et Capital-Investissement », Paris, Economica, Coll. Connaissance de la Gestion, P.13.

rentabilité¹⁹. Selon l'European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) le capital investissement est l'ensemble des activités d'investissement à risque effectuées par un intermédiaire financier professionnel dans des sociétés ou projets spécifiques prometteurs²⁰. Sous l'angle strictement juridique, c'est la prise de participations minoritaires en fonds propres dans des sociétés non cotées en vue de réaliser à terme une plus-value, accompagnée d'une collaboration plus ou moins active entre l'investisseur en capital-risque et l'équipe dirigeante ; ces prises de participations nécessitant l'instauration de protections conventionnelles, qui impliquent des mécanismes juridiques (Copin, 1986).

D'après ces définitions, nous pouvons dire qu'il existe au moins trois définitions possibles du capital investissement, une définition restrictive, large et celle du compromis²¹ :

- La définition restrictive : le financement par capital risque est une prise de participation dans une jeune entreprise de technologie par un organisme désireux d'aider activement l'équipe dirigeante en vue de dégager une plus-value à terme.
- La définition large : le financement par capital risque est destiné au renforcement des fonds propres pour pallier la sous-capitalisation chronique des entreprises et permettre entre autres, l'effet de levier indispensable pour la recherche de financements supplémentaires.
- La définition du compromis : le financement par capital risque ou capital-investissement est l'injection de fonds propres dans les entreprises récentes ou plus âgées, mais amorçant une nouvelle étape significative de croissance, de préférence dans des secteurs où les perspectives de développement sont importantes. Le but de cette opération est la réalisation d'une plus-value, dans un cadre de collaboration active lorsque cela est possible. Cette définition du financement par capital-investissement comprend les interventions en amont et en aval de la création, le financement de développement.

1.2. La définition retenue

La définition que nous retenons dans cette thèse est celle de l'AMIC. En effet, cette définition englobe de la façon la plus exacte tous les aspects de l'activité du capital investissement déjà mentionnés dans les autres définitions et correspond également à notre objet d'étude au regard de la réalité marocaine. Ainsi, « *le capital investissement est une*

¹⁹ Battini, P. (2011). Capital risque : mode d'emploi. Editions Eyrolles, P.36.

²⁰ Douhane, A., & Rochi, J. M. (1997), Op cit, P.12.

²¹ Battini (2011), Op cit, P. 20.

activité financière qui consiste pour un investisseur professionnel à entrer, pour une durée déterminée, dans le capital d'entreprises, non cotées sur le marché boursier, ayant besoin de fonds propres. Soutien de l'entreprise, à tous les stades de son existence, le capital investissement peut indifféremment financer le démarrage, la croissance, la transmission ou encore la recapitalisation en cas de difficultés. Le capital investissement, par ailleurs, n'est pas seulement un moyen de procurer des moyens financiers à l'entreprise, il s'agit également d'un apport de compétences et d'expertises complémentaires ainsi que de modes de gestion et de gouvernance modernes et efficaces (...). À la différence des autres modes de financement, l'investisseur en capital a pour vocation de devenir un actionnaire à part entière de l'entreprise dont il partage aussi bien les risques que les profits futurs. Il finance les plans d'investissement et participe activement tant à la direction qu'au développement de l'entreprise afin d'en augmenter la valeur à un horizon de 3 à 5 ans »²².

D'après ces définitions, nous pouvons dire qu'une opération de financement par capital investissement se caractérise par un ensemble d'éléments qui doivent être expliqués.

2. Les caractéristiques du financement par capital investissement

Les opérations de financement par capital investissement ont les caractéristiques suivantes :²³

2.1. Financement en fonds propres

La première caractéristique, c'est qu'il s'agit d'interventions en fonds propres sous forme de prise de participation en numéraire et en capital ou de la souscription à des obligations convertibles donnant par la suite accès à des actions et une position d'actionnaire.

Les fonds propres sont les seuls à pouvoir financer tous les besoins des entreprises : ce sont des fonds « durables » et non remboursables, rien à voir donc avec des crédits bancaires remboursables et qu'il faut rémunérer, ou avec des subventions publiques liées à une condition (création d'emplois, innovation technologique ou autre...).

Des fonds propres d'origine privée comme l'indique la terminologie anglo-saxonne, *private equity*, apportés directement ou indirectement aux entreprises, par des acteurs divers et

²² CNUCED, & AMIC. (2011). Capital Investissement au Maroc Guide Pratique pour Entrepreneurs. La Conférence des Nations Unies sur le Commerce et le Développement (CNUCED) en coopération avec l'Association Marocaine des Investisseurs en Capital (AMIC), P.5

²³ Pierre, B. (2006). Financer son entreprise de la création à la transmission par le Capital Investissement. Maxima Laurent du Mesnil Editeur, P.30-32. Cité par Iddir, H., & Idir, H. (2015). Le rôle du capital investissement dans le financement des PME en Algérie (Doctoral dissertation, Université Mouloud Mammeri), P. 8-10.

variés (personnes physiques, des industriels, fonds de pension étrangers, compagnies d'assurances, universités... etc.).

2.2. Financement original

L'investisseur en capital est un partenaire actif qui apporte non seulement son soutien financier, mais aussi son savoir-faire en matière de développement stratégique, de gestion de l'entreprise, d'introduction au réseau, etc. Un partenariat qui consiste à épauler l'entreprise selon ses besoins. De ce fait, le capital investissement est une offre de capital doublée d'une offre de services à valeur ajoutée aux entreprises. C'est un véritable partenariat qui n'est rendu possible que parce que ces financiers d'un genre particulier cherchent la valorisation maximale de leur investissement par la réussite de l'entreprise financée.

2.3. Financement sous forme de prises de participations en capital

L'investissement en capital passe à travers des instruments appropriés qui donnent un accès immédiat ou à terme au capital de l'entreprise, en l'occurrence des actions ordinaires, des obligations convertibles en actions, des actions à dividendes prioritaires, des certificats d'investissement, etc. Ces instruments reconnaissent à la fois la participation financière de l'investisseur et lui accordent un certain nombre de droits, tels que les droits aux dividendes, à l'accès à l'information, au siège dans le conseil d'administration, au vote, etc.

2.4. Financement qui peut être minoritaire ou majoritaire

Il s'agit d'opérations qui peuvent être minoritaires ou majoritaires selon deux variables : le montant des fonds investis et la valorisation de l'entreprise. Si les opérations de capital-risque et de développement sont le plus souvent des opérations minoritaires qui laissent donc le chef d'entreprise majoritaire, les opérations de transmission sont des opérations majoritaires pour les financiers, l'équipe de managers possédant une part minoritaire dans la société.

2.5. Financement réalisé sans garanties

Une autre caractéristique importante n'est que ces opérations en fonds propres sont réalisées sans garanties ni de la part du chef d'entreprise ni d'entreprise elle-même. On sait qu'il existe dans les cas de financement par endettement trois types de garanties réelles pour sécuriser l'intervention des prêteurs : Les hypothèques sur des biens immobiliers garantissant

un prêt à long terme (douze ou quinze ans), les gages ou le nantissement d'actif ou de titres, pour des crédits à moyen terme et des cautions du chef d'entreprise, ou d'un établissement de caution spécialisé, caution sur une opération isolée ou caution permanente pour sécuriser un concours à court terme permanent.

Il est bien évident que dans les cas de créations d'entreprises, les entrepreneurs n'ont aucune garantie à offrir. Ils ont souvent hypothéqué leur appartement ou leur maison pour créer leur société. Dans les autres cas, il en est de même, car la surface financière des entrepreneurs se trouvera sans rapport avec l'importance des financements nécessaires.

C'est pourquoi les meilleures garanties, et les seules sont la qualité de l'équipe dirigeante et la qualité du projet financé²⁴.

2.6. Financement sans rémunérations immédiates

Les opérations de financement par capital investissement sont sans rémunérations immédiates. Certes, la rémunération des prises de participation, des actions, ce sont les dividendes qui sont un droit attaché aux actions. Cependant, on voit bien dans la typologie des métiers que l'entreprise doit mobiliser toutes ses ressources pour faire face au financement de ses projets. C'est pourquoi la distribution de dividendes sera, sauf dans les cas de transmission où elle est techniquement obligatoire pour rembourser la dette d'acquisition, le plus souvent aléatoire.

2.7. Financement réalisé sur une durée limitée

Par apport à la durée de ce financement, ces opérations sont réalisées pour une durée limitée : les investisseurs gèrent des capitaux qui leur sont confiés par de grands organismes (compagnie d'assurance, fonds de pension, fonds de fonds...) pour des durées déterminées. Ceux qui financent des entreprises ne peuvent donc pas s'engager dans des opérations dont la durée excéderait celle des capitaux qui leur sont confiés. Cette durée est située généralement entre 2 et 10 ans.

2.8. Financement qui se termine par une cession des titres

La cession des titres est généralement décidée au début de la signature du contrat de financement. Cette cession permet de dégager les plus-values qui rémunèrent les risques pris par le capital investi.

²⁴ Avec exception : les titres de la société cible dans les opérations de transmission qui seront nantis au profit des prêteurs.

Il en ressort de ces caractéristiques que le capital investissement représente un véritable partenariat entre un financier et une entreprise. En effet, le capital investissement se compose d'un ensemble de segments qui accompagne l'entreprise dans toutes ses phases de développement.

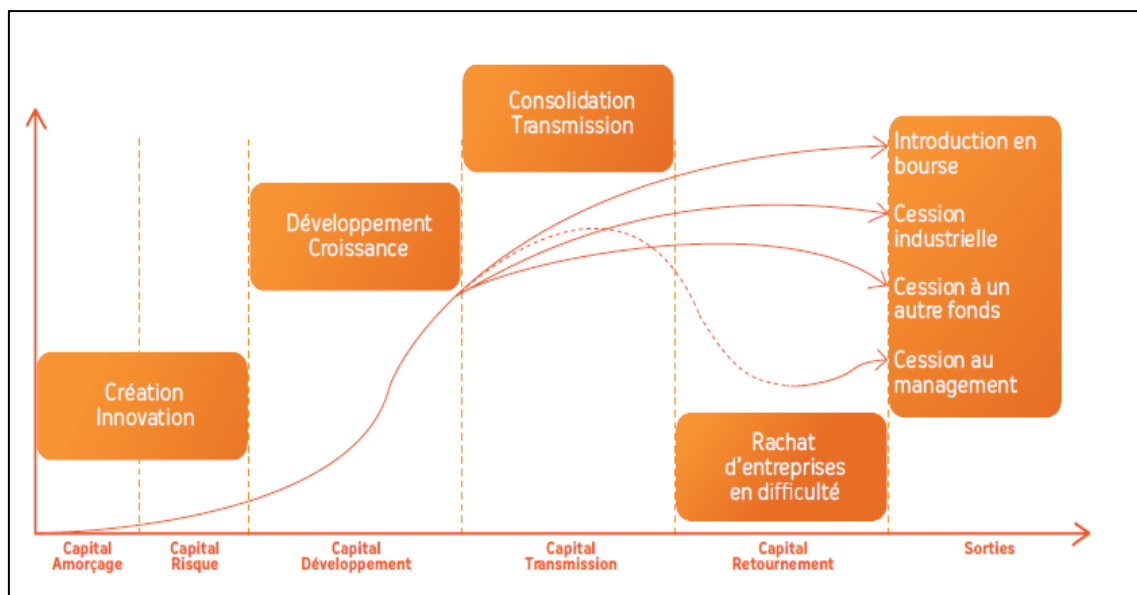
3. Les différents segments du capital investissement

Pour J. Lachmann, il n'y a pas un seul métier du capital-investissement, mais toute une gamme de métiers. En d'autres termes, le capital investissement fait référence à une variété de métiers²⁵. Le capital investissement est souvent organisé en quatre segments sur la base de la théorie du cycle de vie de l'entreprise, que Marshall (1906) a fondée.

Cette approche consiste à examiner les étapes de la vie d'une entreprise comme tout autre être vivant de la naissance à la mort (figure1). Ce mode de structuration propre au capital-investissement donne la faculté aux entreprises de renforcer leurs capitaux propres à tout stade de leur cycle de vie. Le capital de risque permet de financer le démarrage d'une nouvelle entreprise. Le capital de développement appuie la période de croissance des entreprises. L'objectif du capital de transmission est d'assurer leur redressement. Quant au capital-retournement, il a pour objectif de donner aux entreprises en difficulté financière la capacité de se redynamiser.

²⁵ Yahiaoui, A (2011). Le capital investissement en Algérie : état des lieux et contraintes, Mémoire de Magister en sciences économiques, UMMTO, P.20. En ligne : <https://www.ummtto.dz/dspace/bitstream/handle/ummtto/1215/M%C3%A9moire%20Yahiaoui%20Ammar.pdf?sequence=1>. Dernière consultation le 25/03/2020.

Figure 2 : Capital investissement et cycle de vie de l'entreprise



Source : AMIC²⁶.

3.1. Le capital risque

On peut définir le capital de risque²⁷ de diverses manières. D'après Baygan et Freudenberg (2000), « *Le capital-risque est un type particulier de financement destiné pour l'essentiel aux entreprises jeunes et innovatrices qui ont besoin de capital pour financer le développement de leur produit et de leur croissance et qui doivent, par la nature de leur activité, obtenir ce capital largement sous forme de fonds propres* ». L'EVCA²⁸ définit le capital-risque comme « *un segment des investissements en capital effectués pour le lancement, le développement initial et l'expansion d'une activité* ». Alors que pour l'AFIC, « *le capital risque est un investissement en vrai fonds propre, c'est-à-dire exposé aux risques de l'entreprise, sans garanties ni de l'entrepreneur ni de la société. Il prend la forme d'une prise de participation au capital, le plus souvent minoritaire, pour une durée limitée à celle*

²⁶ AMIC, (2012). Capital investissement au Maroc : Guide pour entrepreneurs, P. 11. En ligne : https://unctad.org/system/files/official-document/diae_insurance2011d06_en.pdf. Dernière consultation le 16/02/2020.

²⁷ Le capital-amorçage, le capital-crédit et la post-crédit forment la profession de capital-risqueur stricto sensu, au sens américain de « *venture capitalist* », par opposition aux autres métiers du capital-développement, capital-transmission et capital retournement. L'ensemble de ces métiers est appelé le capital-investissement et le capital risque n'est qu'une de ses composantes.

²⁸ Fondée en 1983, l'EVCA est une association internationale des acteurs du capital-investissement et du capital risque en Europe.

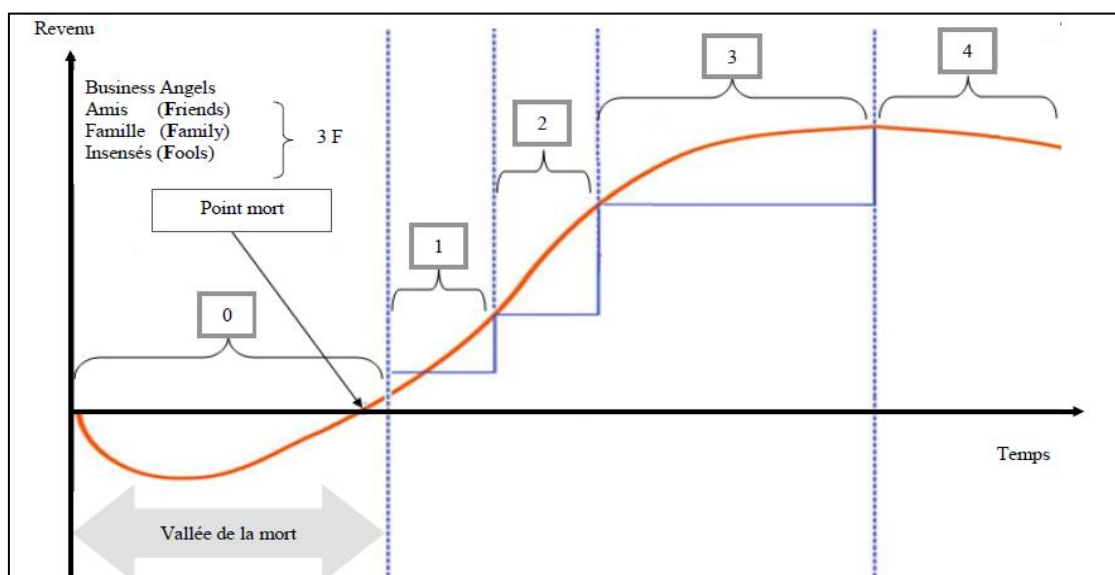
prévue pour la réussite du projet, qui doit offrir un fort potentiel de croissance et de rentabilité ».

Nous constatons que selon les définitions, le périmètre du capital risque est différent. Nous allons tenter de préciser la définition du capital risque retenue. Le capital-risque (au sens strict) comprend trois sous-secteurs. Nous examinons les particularités de ces sous-segments.

3.1.1. Le capital d'amorçage (le « *seed capital* »)

Le capital d'amorçage constitue la première étape du capital investissement. Les capitaux (corporels, financiers, ou de toute autre nature) consacrés à cette phase sont affectés au financement de la constitution de l'entreprise. Ils servent habituellement à assurer les coûts liés aux actions préparatoires telles que la conduite d'une analyse de marché dans le but de cibler avec justesse la clientèle visée. Le processus a pour but de définir le positionnement à prendre par rapport à la concurrence afin que l'entreprise soit en mesure d'adapter son produit ou son service en relation avec les cibles consommatrices établies à la lumière des informations ainsi récoltées.

Figure 3 : Le capital amorçage et financement du cycle de vie de l'entreprise



Source : Cerveaux (2014), *Op Cit*, P.62.

Le capital amorçage se produit à une phase décisive de la trajectoire d'une jeune entreprise dénommée par Dean (1994) la « *vallée de la mort* »²⁹. La réussite de cette étape est déterminante pour la survie de l'entreprise. À ce stade, l'entreprise engage des dépenses pour sa mise en place alors que ses rentrées d'argent ne se maintiennent pas pour le moment en raison du fait que le cycle de fonctionnement n'a pas encore débuté. Le soutien de financement octroyé par des intermédiaires à la jeune entreprise à cette étape est essentiel pour réduire au mieux le flux de trésorerie de cette dernière. Le rôle de la nouvelle entreprise est de franchir la « *vallée de la mort* » pour arriver au moment aussi appelé seuil de rentabilité.

Les apporteurs de capital d'amorçage sont les porteurs du nouveau plan de création d'entreprises en puisant dans leurs capitaux propres ou en recourant à celui des « *prêteurs au démarrage* ». Ils sont ainsi qualifiés par Bygrave et Hunt (2008) de « *Three F* », pour « *fools, family and friends* ». Le terme « *fools* », qui signifie « idiots », réfère au fait que les investisseurs qui consentent à participer au financement du projet en dehors de l'entreprise supportent un risque important. Ce sont des personnes physiques à forte fortune, baptisées « *business angels* »³⁰, ou encore des fonds de capital d'amorçage.

Les fonds que fournissent la cellule familiale et les relations amicales des créateurs d'entreprise représentent un capital financier dénommé « *love monnaie* », du fait de la présence d'une relation de proximité affective entre ces investisseurs et les dirigeants de la future entreprise (Grannoveter, 1973). La « *love monnaie* » permet une assistance matérielle plus ou moins symbolique au démarrage. En plus de sa dimension financière, il constitue un appui affectif pour le chef d'entreprise qui renforce sa confiance dans la concrétisation de son idée de projet.

Les investisseurs en capital amorçage apportent du capital ainsi que leurs expériences à des projets entrepreneuriaux qui n'en sont encore qu'au stade de recherche et développement. Ce sont des dépenses préalables à la création de l'entreprise, ou autrement dit des coûts irrécupérables³¹.

²⁹ Cité par Cervaux, L. K. (2014). Analyse de la pertinence du modèle de financement du capital investissement. Thèse de Doctorat (PhD Thesis), Université de la Réunion. HAL Id : tel-01130136, P.63. En ligne : <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01130136/document>. Dernière consultation le 12/05/2019.

³⁰ Lerner (2000) décrit un « *business angel* » comme étant « *un individu riche qui investit dans des entreprises. Bien que les business angels remplissent les mêmes fonctions que les investisseurs en capital-risque, ils investissent leurs propres capitaux plutôt que ceux d'investisseurs institutionnels ou d'autres investisseurs individuels* », P. 515.

³¹ Lachmann J., (1999), Op Cit, P.30.

3.1.2. Le capital création (“*Start-up Capital*”)

Le démarrage est le financement de la création d’entreprises. Il concerne le premier tour de table et les premières années de vie de la firme. La disponibilité des capitaux propres constitue généralement l’élément crucial des ressources financières devant permettre de faire face à une partie des dépenses initiales, telles que les frais d’établissement, l’acquisition d’équipements et les frais d’exploitation. L’insuffisance des fonds propres est souvent la faiblesse des jeunes sociétés et une cause importante de leur mortalité. Faire entrer, dès le départ, un capital-risqueur spécialisé en financement de nouvelles et jeunes entreprises serait un moyen de combler cette lacune, mais il est généralement très difficile de le mobiliser³².

3.1.3. Le capital post-création (« *Early Stage* »)

La phase de première croissance (*early stage*) concerne les deux ou trois premières années de démarrage de l’entreprise, elle va jusqu’au stade du lancement industriel et commercial du projet, qui constitue encore une période de très grande vulnérabilité et qui peut relever des mêmes difficultés de financement que la phase de démarrage ou de lancement. À ce stade, ces investissements ont pour vocation de faciliter la création ou le renforcement du produit ou du savoir-faire d’une nouvelle activité en veillant au montage du dispositif de production ou de marketing de son produit ou de son service.

3.2. Le capital développement

Le capital développement se rapporte à des entreprises en place qui ont atteint une certaine maturité et qui ont maintenant besoin de capitaux pour se développer, conquérir de futurs clients, une opération de rachat importante, une entrée sur des territoires ou autres marchés³³. Au cours de cette étape, l’entreprise réalisera le seuil de rentabilité et, pour accroître sa productivité, faire augmenter ses revenus ou ses ventes, lancer de nouveaux produits/services ou conclure des fusions/acquisitions avec d’autres entreprises, elle aura recours au financement de développement.

La capacité de l’entreprise à se différencier de ses concurrents est particulièrement importante, car, à ce stade du cycle de vie, les concurrents attirés par le fort potentiel du marché offrent des offres similaires à celle de l’entreprise. Les dépenses de commercialisation

³² Lachmann J., (1999). Op cit, P.31

³³ Hervé Legoupil - Laurent Gayraud - James Weir (2005) Private equity and venture capital: A guide for institutional investors.

et de distribution doivent donc avoir pour but de concourir au développement de la notoriété de l'entreprise. Les volumes de ventes restent soutenus et les profits sont plus importants que pour la période de démarrage.

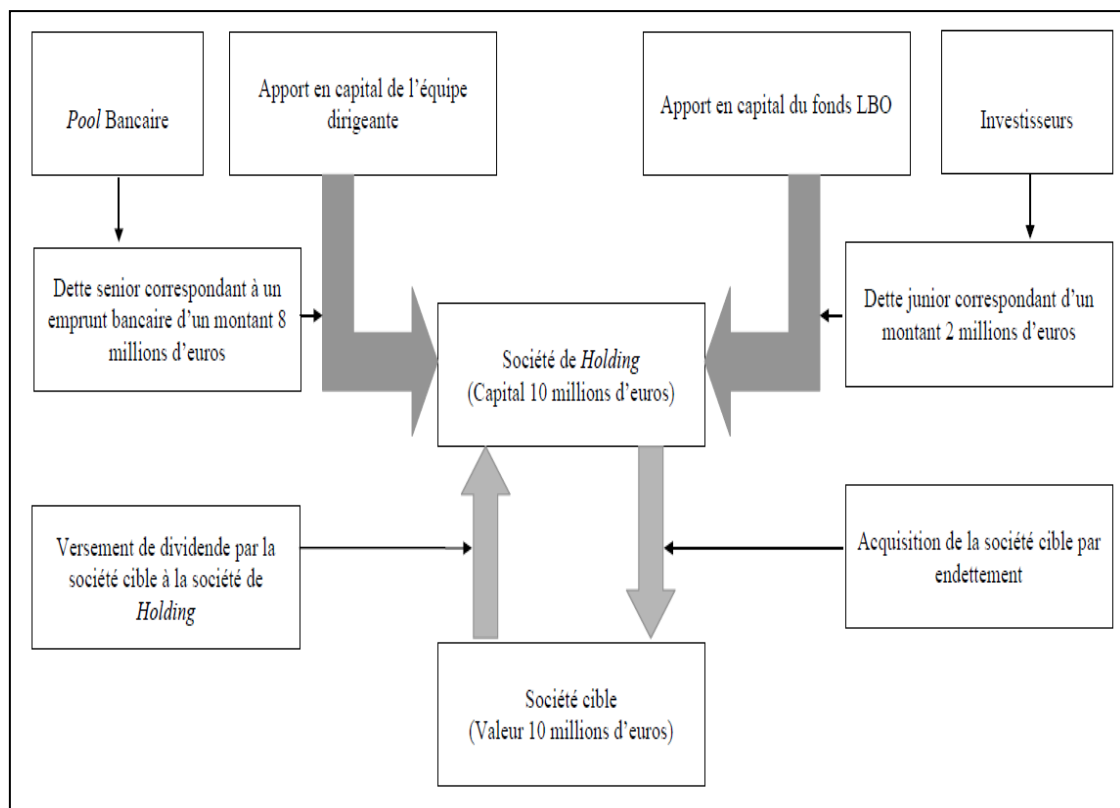
La phase du développement de l'entreprise se décompose généralement en trois sous étapes :

- Le financement du second stade de développement ou le deuxième tour de table financier (« *second stage* ») permet de couvrir les besoins en fonds de roulement résultant de la croissance des ventes, en particulier quand l'entreprise se trouve contrainte d'accorder des délais de paiement plus longs pour accéder à certains marchés.
- Le financement de l'expansion (« *expansion capitale* ») ou le troisième tour de table permet la réalisation de nouvelles extensions des capacités de production ou du réseau commercial. Si l'autofinancement ou les ressources internes ne sont pas suffisants, l'obtention de concours financiers extérieurs ne devrait pas poser de gros problèmes à ce stade de développement de l'entreprise.
- Le financement d'attente (« *mezzanine financing* ») ou le financement relais (« *bridge financing* ») permet à l'entreprise de faire le relais pour préparer la reprise par une autre société ou l'introduction en bourse nécessitant des moyens financiers que les dirigeants ou les repreneurs ne peuvent pas toujours mobiliser ; il s'agit généralement d'un financement obligataire ou de prêts subordonnés, voire des prêts relais, qui permettent éventuellement aux « *prêteurs mezzanine* » une entrée au capital à des conditions avantageuses.

3.3. Le capital transmission

Le capital transmission est constitué des participations acquises au travers de rachat d'entreprise (par ses managers ou par des acquéreurs extérieurs) par emprunt (en termes anglo-saxons, on parle « *Leverage Buy Out* »). Le LBO décrit les modalités générales des opérations de rachat à effet de levier, c'est-à-dire le recours à la dette. Concrètement, les investisseurs prennent le contrôle d'une société « cible » au travers d'une société holding (plus fréquemment créée à cet effet), dont ils assurent la capitalisation et qui se sont ensuite endettés auprès des banques ou du marché. La société holding peut restituer les intérêts et le principal de sa dette par les profits provenant de la société cible (figure 5).

Figure 4 : Montage d'une opération de LBO avec endettement



Source : Cerveaux (2014). *Op cit*, P.68.

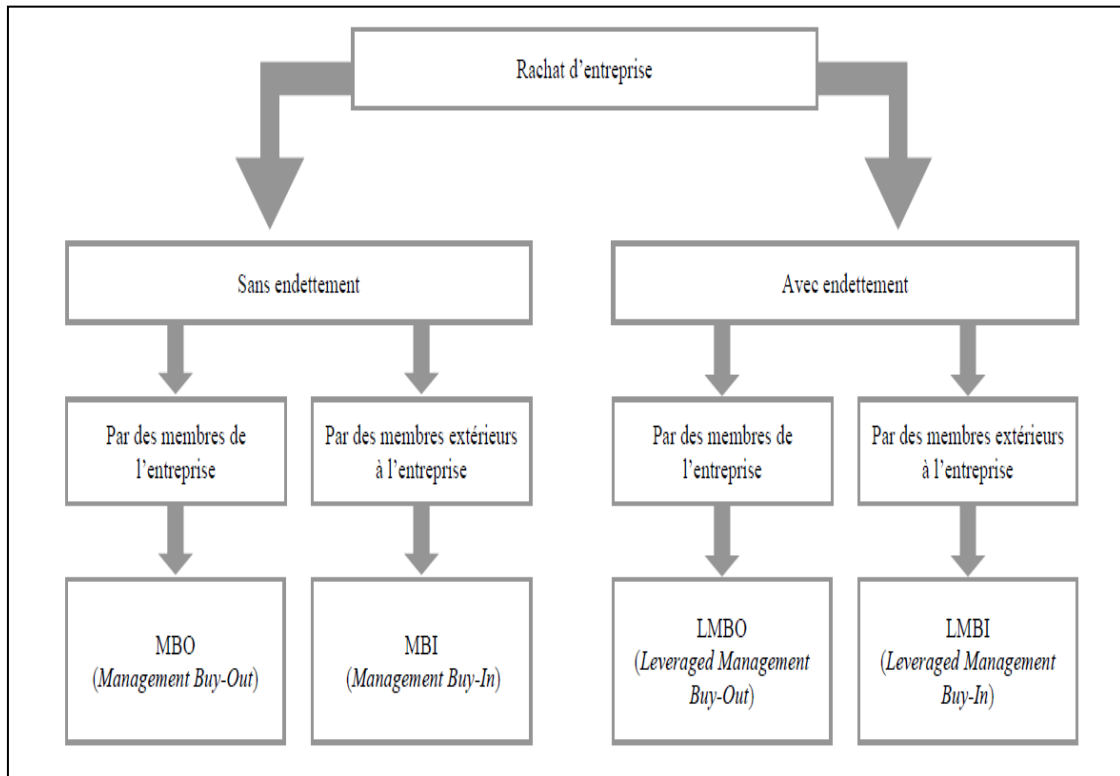
Deux critères permettent de distinguer les transactions de LBO. Cela concerne le moyen de financement de l'opération et le type de repreneurs (figure 4).

La toute première version des transactions de LBO repose sur le choix de contracter ou non des dettes. Dans le premier cas, le LBO est réalisé selon le schéma classique, où le rachat de l'entreprise passe par la conjugaison des apports financiers des dirigeants de l'entreprise et du financement bancaire ou sans contribution des acquéreurs par un financement bancaire classique. Dans le deuxième cas, la société cible pourra être acquise exclusivement à travers les concours financiers consentis par les repreneurs.

La seconde distinction qui existe entre les LBO est la nature de l'identité des acquéreurs de l'entreprise. Dans le cas d'une reprise de la société par des gérants, le terme « *out* » est indiqué dans la désignation « *Buy-Out* ». Une acquisition par des dirigeants d'entreprise est donc appelée MBO (*Management Buy-Out*) si la transaction est exécutée sans dette et LMBO (*Leveraged Management Buy-Out*) si l'emprunt est sollicité. Le suffixe « *in* » désigne au contraire une manœuvre réalisée par des particuliers ou des personnes morales extérieures à l'entreprise. Par conséquent, le rachat d'une entreprise cible par des gestionnaires externes est

qualifié de MBI (*Management Buy-In*), quand il est effectué sans endettement, et de LMBI (*Leveraged Management Buy-In*) en cas de financement par endettement. Finalement, quand la reprise de l'entreprise est opérée à la fois par les employés de l'entreprise et les personnes extérieures, on fait allusion au BIMBO (*Buy-In Management Buy-Out*).

Figure 5 : Principaux montages de LBO



Source : Cerveaux (2014), *Op Cit*, P.70

3.4. Le capital retournement

Les fonds de retournement ont pour vocation de financer les entreprises en situation de difficulté et qui ont besoin de financement pour restructurer leur entreprise et relancer leur activité. Les fonds de retournement procurent un appui financier à l'entreprise en crise, de même les connaissances du marché pour réexaminer sa stratégie, réformer son fonctionnement, optimiser sa situation de trésorerie et perfectionner sa gestion commerciale et son approche client. Ce type d'investissement est susceptible d'être effectué avec une prise de participation minoritaire si la société n'a besoin que d'un accompagnement à court terme pour se redresser, ou avec un investissement significatif si la société est en quête de soutien solide en matière de croissance et de conseil en gestion à long terme.

Les gestionnaires de fonds de retournement viennent généralement de deux milieux : les banques et l'industrie des services financiers. Leur expérience leur permet d'acquérir une solide expertise en gestion d'entreprise, en gestion de trésorerie, en contrôle budgétaire, en instruments financiers et en gestion des situations de détresse et d'insolvabilité.

4. L'organisation d'une structure de capital investissement

Dans la plupart des cas, le fonds de capital investissement est une petite structure. Que l'organisation soit indépendante ou filiale d'un grand groupe, elle repose avant sur la qualité de ses dirigeants et non sur la taille. De ce fait, elle sera bien distincte de la maison mère, quel que soit le type d'organisation. Il n'y a pas une structure meilleure, mais différentes structures sont les meilleures dans différentes conditions³⁴. Deux structures majeures s'offrent au capital investissement, la structure unique et la structure duale.

4.1. La structure unique

À l'origine, la structure de capital investissement était unique, regroupant en son sein les levées de fonds et l'équipe de managers (les investisseurs en capital). On pouvait donc retrouver dans une même unité à la fois le personnel et le matériel, le portefeuille de participation et la trésorerie.

Généralement captives, ces sociétés étaient destinées à investir les liquidités de groupes industriels ou d'une institution financière. Elles étaient souvent désignées par le générique de holding. Néanmoins, ces structures uniques présentaient quelques inconvénients :

- La majorité de ces structures étaient financées soit par des établissements bancaires soit par les pouvoirs publics, ainsi ces structures mêlaient allègrement leurs rôles de prêteurs à celui d'investisseurs. On retrouvait alors des investissements de montants importants équivalents à l'apport d'un seul investisseur.
- La nécessité de libérer la totalité du capital en une seule fois et de ne retourner aux investisseurs que la plus-value sous forme de dividendes réduit ainsi leur potentiel de rentabilité.

³⁴ Mougenot, G. (2002). Op Cit, P.217.

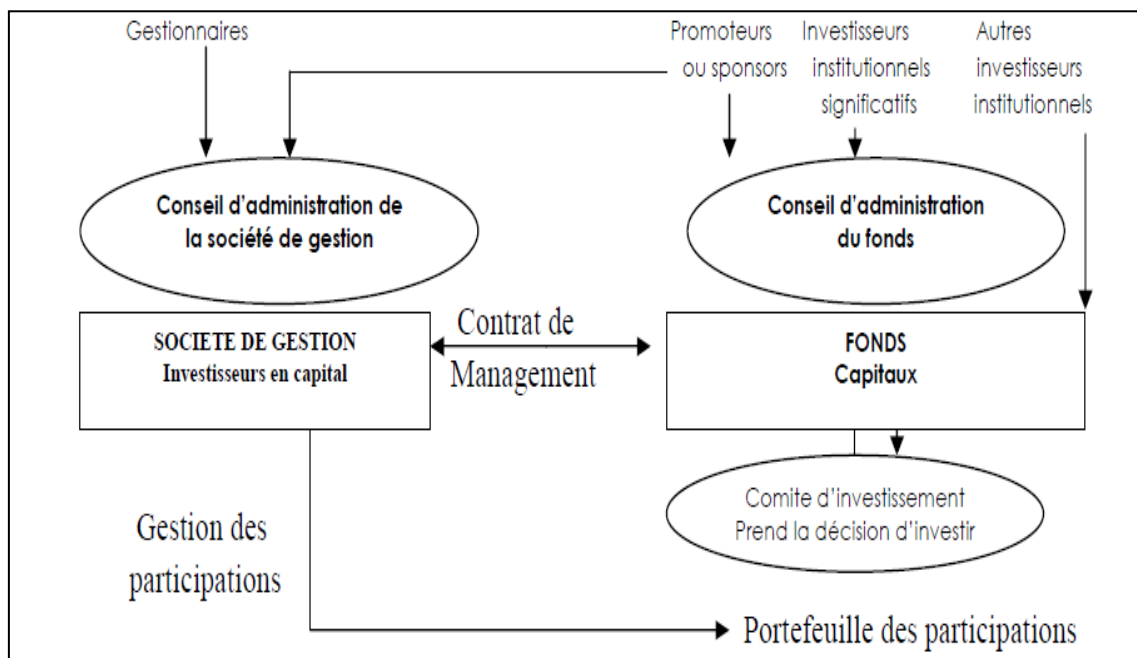
4.2. La structure duale

Le modèle le plus utilisé actuellement est celui reposant sur une structure duale, dont la durée est limitée dans le temps (les Anglo-saxons imposent dans leur réglementation de fonds de restituer aux actionnaires les sommes reçues lors de la cession).

L'idée directrice de la structure duale est de dissocier la société de gestion constituée essentiellement de managers appelée société de capital investissement et du véhicule d'investissement « le fonds proprement dit ».

Une entreprise en recherche de financement, entrera d'abord en contact avec les membres d'une société de gestion (l'investisseur en capital), leur présentera son projet, discutera les modalités de l'opération, mais ne rencontrera probablement jamais les investisseurs institutionnels. Cependant, si l'opération est réalisée, ce n'est pas la société de gestion qui devient actionnaire, mais c'est le fonds d'investissement qui en devient.

Figure 6 : La structure duale du capital-investisseur



Source : Mougenot (2002). *Op cit*, P.275.

5. Typologies du capital investissement

Deux typologies sont à distinguer : la première est axée sur la nature des investissements, la seconde repose sur le degré d'indépendance ou d'appartenance.

5.1. Typologie selon la nature des investissements

La typologie selon la nature des investissements nous permet de distinguer entre trois catégories du capital investissement :

5.1.1. Le capital investissement institutionnel

Il est lié d'une façon ou d'une autre à des institutions financières privées ou publiques consacrées exclusivement à l'activité de capital investissement. Les institutions publiques interviennent dans la plupart des cas en phase d'amorçage. C'est le cas, par exemple, de l'Agence Nationale de Valorisation de la Recherche « ANVAR » en France et des fonds de pension aux États-Unis.

5.1.2. Le capital investissement informel

Il est mené par les business angels qui sont des personnes physiques ou de grandes familles fortunées ou encore des petites structures indépendantes, comme les associations des anciens élèves des grandes écoles, les associations de chefs d'entreprises, qui financent des petites et moyennes entreprises (PME). Les business angels se comptent par dizaines en France et au Canada et par centaines au Royaume-Uni, par milliers aux USA.

5.1.3. Le capital investissement industriel

C'est l'intervention des groupes industriels dans le capital investissement à l'image de France Télécom et EDF en France et d'Exxon et de Microsoft aux États-Unis. Le capital investissement industriel semble être un outil de veille stratégique dont se saisissent certaines entreprises industrielles pour avoir une veille active de leur environnement stratégique.

5.2. Typologie selon le degré d'indépendance ou d'appartenance

Quatre types de sociétés de capital investissement peuvent être recensés dans cette deuxième typologie : les indépendants, les captifs, les semi-captifs et les sociétés du secteur public³⁵.

5.2.1. Les sociétés de capital investissement indépendantes

Ce sont des sociétés de capital investissement pouvant être coté ou non, dont les fonds proviennent de plusieurs sources et dans lesquelles aucun actionnaire n'est majoritaire ; la structure de décision est donc indépendante et est habilitée à prendre des décisions en toute liberté sans tenir compte d'autres intérêts que ceux propres aux projets.

5.2.2. Les sociétés de capital investissement captives

Elles sont généralement filiales d'une banque, d'un établissement financier, d'une compagnie d'assurance ou d'une société industrielle dont la majorité sinon la totalité des capitaux proviennent de la maison mère. Les décisions d'investissement peuvent alors être prises en fonction d'autres éléments. La conduite édictée par la stratégie et les projections de la maison mère, notamment.

5.2.3. Les sociétés de capital investissement semi-captives

Ce sont des sociétés de capital investissement affiliées à un établissement financier, une compagnie d'assurance ou une société industrielle qui opèrent en tant qu'acteur indépendant dans la levée des fonds importants auprès d'investisseurs externes.

5.2.4. Les sociétés de capital investissement du secteur public

Ce sont des sociétés de capital investissement dont les capitaux proviennent en totalité ou en partie, directement ou indirectement, d'organismes publics. En général, ces organismes privilégient les projets créateurs d'emplois ou qui présentent des profils d'intérêt général.

La prise en compte de ces caractéristiques, souvent négligées par les entreprises, peut s'avérer déterminante. Ainsi, la qualité de l'organisme de capital investissement et son degré

³⁵ Bpifrance (2014). 20 ans de capital investissement en France, 1994-2014, Banque publique d'investissement, P.13.Enligne :https://www.bpifrance.fr/content/download/7813/97654/version/2/file/Bpifrance_LIVRET%20Capital%20Invest_110X177_102014_CL_v15_web2.pdf

d'engagement doivent être compatibles aux besoins de l'entreprise et au risque que présente son projet de financement.

Section 2 : Les intervenants et processus d'investissement

Lorsqu'on examine le système de fonctionnement du capital-investissement, on y relève une organisation du secteur avec des intervenants, des règles encadrant leurs activités et des régulateurs qui en édictent les règles et en vérifient leur application (Fenn, Liang and Prowse, 1995). Par ailleurs, la littérature académique relative au processus décisionnel des fonds de capital-investissement fait ressortir les relations contractuelles entre les fonds de capital-investissement et leurs sociétés de portefeuille (Kaplan et Strömberg, 2003 ; Hellmann et Puri, 2002 ; Gompers, 1995 ; Lerner, 1994 ; Sahlman, 1990). Par ailleurs, il faut aussi examiner les dimensions opérationnelles de ce processus d'investissement tout au long de toutes ses étapes.

1. Les intervenants du marché du capital investissement

Cette sous-section de ce chapitre examine le rôle des intervenants sur le marché du capital-investissement, à savoir les cinq principaux acteurs : les entreprises cibles, les intermédiaires, les investisseurs, les agents et les conseillers et les régulateurs.

1.1. Les entreprises cibles

Les entreprises bénéficiaires de financement par le capital investissement ont des caractéristiques bien distinctes, en matière de taille, de marché, de secteur d'activités, de maturité ou de direction. Les nécessités des entreprises évoluent en fonction de leurs stades du cycle de vie. Il existe trois grands types de catégories de sociétés utilisant le financement du capital investissement : les jeunes entreprises ou les petites et moyennes entreprises (« *New Venture* »³⁶), les sociétés privées du marché intermédiaire « *Middle market* »³⁷ et les sociétés

³⁶ Les entreprises de « *New Venture* » sont financées par le capital-risque au sens stricto sensu. Il s'agit de sociétés en voie de création qui désirent finaliser un projet en cours d'élaboration ou encore effectuer des recherches pour valider une technologie. Plus généralement, les entreprises financées par le capital-risque sont de jeunes sociétés à fort potentiel innovant.

³⁷ Le terme anglophone « *Mid market* » désigne les entreprises dont le chiffre d'affaires annuel se situe entre 25 et 500 millions de dollars. Il s'agit de sociétés se situant au stade de maturité qui réalisent depuis quelques années des profits dans des industries manufacturières de moyenne basse technologie, de distribution, de services ou de commerce de détail.

anonymes avec appel public à l'épargne³⁸ (Fenn, Liang et Prowse, 1998). Le recours au capital-investissement au profit des PME est justifié en particulier par la plus grande commodité de ce financement par comparaison aux autres formes externes, comme la bourse.

Les entreprises recourent au financement par capital investissement sous diverses motivations : nécessité de capitaux de financement pour le développement des activités, compétence en management, expertise en gestion, maillage industriel, expérience des montages financiers (offre publique, cession ou vente au public, fusion et acquisition) et réorganisation et structuration des entreprises... etc.

1.2. Les investisseurs

Les investisseurs en capital ont également des profils variés. Un investisseur opérant sur le marché du capital-investissement est considéré le plus souvent sous le nom d'« *investisseur qualifié* ». Le mot « qualifié » a deux significations : il faut qu'il ait suffisamment de capital à sa disposition ou sous sa gestion, et qu'il soit qualifié pour appréhender le risque et la nature de l'investissement dans le domaine des risques. Les investisseurs les plus importants des fonds de capital investissement sont les investisseurs institutionnels (fonds de pension, fonds souverains, hedge funds³⁹, fonds communs de placement, fonds de dotation, fondations publiques, assurances et banques d'investissement), maisons familiales, grandes entreprises et groupes industriels, ainsi que les particuliers à fortune importante. Povaly (2007) soutient que la plupart des investisseurs institutionnels investissent dans le capital-investissement pour des raisons financières parce qu'il produit des rendements plus élevés que d'autres solutions et qu'il existe une plus grande possibilité de diversification.

³⁸ Ces sociétés qui peuvent être cotées en bourse sollicitent également le capital investissement en période de détresse financière afin d'éviter les coûts d'enregistrement et les révélations d'informations liés aux offres publiques d'achat.

³⁹ Le rapport de l'EVCA "An industry response to the European Parliament and the European Commission" de 2009 a pour but de lever l'ambiguïté entre fonds de capital-investissement et hedge funds. Deux thématiques différenciatrices se dégagent de l'étude : la durée et les vecteurs de la création de valeur. Les fonds de capital investissement investissent pour une période approximative de 10 ans, ce en quoi ils correspondent à un investissement illiquide, et les hedge funds sont en mesure de fournir les fonds à leurs investisseurs à la fin de chaque trimestre. Les leviers de création de valeur diffèrent également : dans le cas des hedge funds, la création de valeur découle fréquemment de l'arbitrage sur des transactions sur le marché coté, comme le cours des actions ou des matières premières ; en revanche, le capital investissement a pour objectif la plus-value au fil du temps, en développant les performances opérationnelles et stratégiques des sociétés en portefeuille et la structure financière des fonds qu'elles composent.

1.3. Les intermédiaires

Dans le sillage de son expansion, tout un segment d'activité est apparu au tour du capital investissement, dédié à l'intermédiation. Ces intermédiaires sont chargés de la levée de fonds, de médiation entre investisseurs institutionnels et sociétés de gestion, expertise et choix des fonds. Ils sont principalement dus aux coûts élevés engendrés par les problèmes d'information.

Les intermédiaires en capital-investissement sont des sociétés en commandite simple (SCS). Ces sociétés sont composées d'un ou plusieurs associés commandités et d'un ou plusieurs bailleurs de fonds dénommés « *commanditaires* ». Les investisseurs restent associés de façon passive, en limitant leur action à leur contribution financière.

Les sociétés en commandite simples sont parfois aussi des filiales d'institutions financières telles que des compagnies d'assurance ou des banques. Il existe deux autres types de sociétés de capital-investissement qui interviennent comme intermédiaires, à savoir : les sociétés d'investissement à capital variable et les filiales de capital-investissement de sociétés non financières. Les intermédiaires peuvent également être des organismes publics.

1.4. Les agents et les consultants

D'une façon générale, les agents et les conseillers mettent à la disposition des investisseurs en capital-investissement des informations leur facilitant la conduite d'opérations sur un segment caractérisé par de fortes asymétries d'information en tenant compte du statut des sociétés non cotées.

En outre, ils aident les entreprises qui ont besoin de financement à se procurer des fonds de capital-investissement et participer à la structuration, à l'évaluation et à la négociation des investissements. Ils sont surtout importants pour les investisseurs qui ne connaissent pas le fonctionnement du capital-investissement.

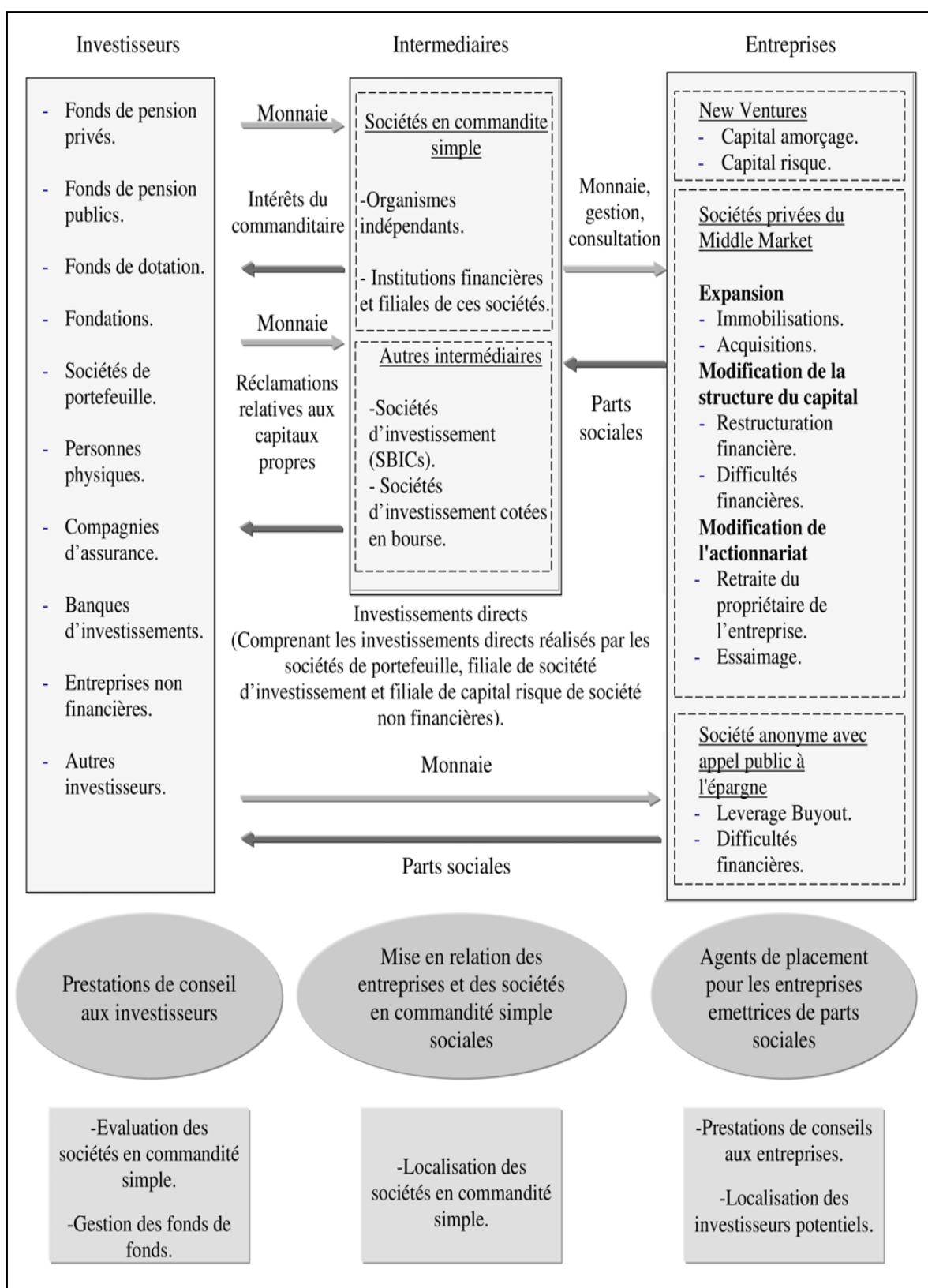
1.5. Les régulateurs

Par le biais d'activités d'investissement, les sociétés de capital-investissement interagissent avec la direction des entreprises, les banques, les investisseurs et les marchés boursiers. Les organismes de réglementation et les autorités compétentes en la matière sont appelés à définir des lignes directrices pour guider leurs comportements et leurs influences, et à les adapter en permanence à la situation du marché. Il conviendrait de mettre en place une réglementation en matière de gouvernance d'entreprise et de marchés financiers afin d'éviter

les comportements spéculatifs et de garantir le bon fonctionnement du marché du capital-investissement et des institutions y afférentes.

La figure 7 suivante synthétise les intervenants du marché du capital investissement :

Figure 7: Structure organisationnelle du marché de capital investissement



Source : Fenn et al (1998)⁴⁰.

⁴⁰ Cité par Cerveaux (2014), Op Cit, P.77.

2. Processus d'investissement

Tyebjee et Bruno (1984) recommandent de décomposer le cycle de décision du capital-risque en cinq périodes chronologiques : le montage (la détermination des opportunités d'investissement), la sélection (le choix de quelques transactions pour une analyse détaillée), l'évaluation (estimation du risque potentiel et du rendement avant la prise de décision d'investissement), la structuration (négocier le prix des actions et les conditions) et les actions post-investissement (participer aux décisions importantes)⁴¹.

En se basant à la fois sur la littérature existante et sur les informations provenant des fonds de capital-investissement⁴² sur le déroulement concret de ce processus, nous proposons un processus d'investissement sous les étapes suivantes : (1) la levée des fonds (2) la prospection de marché (3) la sélection et l'exécution (4) le suivi, et (5) la sortie.

2.1. La levée des fonds

Le premier rôle de la société de capital investissement est de lever des fonds avec pour objectif de réaliser des investissements. Elle se procure des fonds en obtenant des engagements de capitaux de la part des investisseurs (les commanditaires). Le contrat spécifie le montant total que l'investisseur doit apporter au fonds. Ce montant n'est pas automatiquement versé, mais peut être enlevé sur demande du commandité lorsque celui-ci décide de procéder à un investissement dans une entreprise (Investopedia, 2018). Les commanditaires bénéficient alors d'un délai limité (en moyenne deux semaines) pour verser le montant au fonds afin qu'il puisse financer et compléter l'investissement. L'investisseur reçoit le rendement seulement sur la fraction qui a été appelée et non sur le montant total qu'il s'est engagé à payer. Les partenaires de l'entreprise peuvent eux-mêmes participer à la collecte de fonds ou même utiliser une équipe de fonds externes pour les aider (Chen, 2012). Les gestionnaires de fonds perçoivent des frais de gestion annuels sur tous les fonds collectés (environ 1 à 2 %). Un élément crucial de la collecte de fonds est la réputation des

⁴¹ Fried et Hisrich (1994) de leur côté ont défini un processus d'investissement en cinq phases : création, évaluation préliminaire spécifique à l'entreprise (taille de l'investissement, secteurs d'activité, emplacement géographique et stade de développement), évaluation préliminaire générique (plan d'affaires, conditions de la proposition), évaluation de la première phase (client potentiel, études de marché, réunions d'évaluation et projections financières), évaluation de la deuxième phase (négociation des conditions finales de l'opération) et clôture (finalisation de la structure de l'opération et des documents juridiques).

⁴² <http://www.amic.org.ma/notre-metier-2/#1540578493235-1cb536e2-f4c5>. Dernière consultation le 10/04/2020.

gestionnaires de la société de capital-investissement. Comme mentionné ci-dessus, les gestionnaires des entreprises contribuent souvent eux-mêmes entre 1 et 5 % au capital total.

Plusieurs fonds du capital investissement prévoient une « *première clôture* » et une « *clôture finale* ». « *La première clôture* » indique qu'un minimum de fonds a été levé et que la société de capital-investissement peut commencer à réaliser des investigations. Néanmoins, de nouveaux commanditaires ont toujours la possibilité de participer en engageant des capitaux, cette possibilité étant toutefois limitée dans le temps (souvent, un an à compter de la première clôture). « *La clôture finale* » signifie qu'aucun nouveau fonds ne peut participer à ce financement particulier parce que soit la période de levée de fonds a été dépassée, c'est-à-dire que le seuil maximum de fonds a été atteint, soit la société de capital-investissement n'a pas pu commencer à investir (Chen, 2012).

2.2. La création et la sélection des opportunités d'investissement

La création et la sélection des opportunités d'investissement constituent la deuxième étape de la démarche du cycle de financement en capital investissement au titre de laquelle les gérants de fonds doivent déterminer les éventuelles opportunités de financement qui répondent aux critères d'investissement du fonds. Cette étape revêt une extrême importance, car il conditionne la qualité de l'investissement et donc les rendements potentiels du capital. Les relations personnelles et les réseaux d'affaires sont les principales voies de contact. Les fonds accordent une attention accrue aux informations provenant des nouvelles ou des publications commerciales et contactent directement les entreprises pour leur faire part de leurs intérêts en matière d'investissement. Comme la concurrence entre les fonds devient plus vive, certaines transactions sont soumises à un processus de vente aux enchères, le vendeur faisant la promotion de la transaction ; par conséquent, de plus en plus de grands fonds font appel à leurs intermédiaires et à leurs conseillers financiers pour la recherche de transactions (KPMG, 2005)⁴³.

Les intermédiaires comprennent généralement des comptables, des avocats, des conseillers et des banquiers d'affaires. Les banques d'investissement sont la principale source de transactions pour les gros fonds (KPMG, 2005). Afin de créer un important nombre de transactions, les fonds de capital-investissement doivent établir et maintenir des contacts avec les intermédiaires, participer à des événements de réseaux et développer des relations au

⁴³ KPMG est un réseau international de cabinets d'audit et de conseil. « Private Equity Insight into Deal Origination », rapport consultatif spécial de KPMG, 2005.

niveau de la profession. Un certain nombre de fonds de capital-investissement ont également constitué leur propre équipe de développement des affaires à plein temps afin de mieux se concentrer sur la génération de transactions.

Les études empiriques sur la détermination des critères d'investissement et sélection des investisseurs en capital, centrées originellement sur la description précise des facteurs pris en considération par ces derniers, se sont développées en cherchant à identifier la pertinence des différents critères à partir de diverses règles de priorité et de classement. Le tableau suivant résume les principaux critères dressés par la littérature :

Tableau 1 : Les critères de sélection des opportunités d'investissement

Auteurs	Critères
Fried et Hisrich (1994)	La viabilité et la nouveauté du projet, les qualités d'intégrité et de leadership des dirigeants, le rendement et la rentabilité du projet et les possibilités de développement et de sortie
Muzyka et al. (1996)	Une solide équipe de gestion présentant les caractéristiques financières et les caractéristiques des produits/marchés satisfaisants.
Preqin (2011) ⁴⁴	Les relations personnelles
Gompers et al. (2010)	Une expérience entrepreneuriale antérieure, des connaissances industrielles, des relations d'affaires établies et une bonne connaissance du marché
Shane et Stuart (2002) Batjargal et Liu (2004)	Le capital social
Bertoni et Tykvova » (2015) ; Hoenig et Henkel (2015) ; Lahr et Mina (2016)	Les brevets
Paglia et Harjoto (2014) Guerini et Quas (2016).	Les gouvernements peuvent certifier la qualité de ces entreprises (investissements gouvernementaux directs en capital-risque ou par contrats gouvernementaux)
Kaplan et Stromberg (2000) ; Knight (1994) ; Robinson (1987)	Les qualités et la compétence de l'équipe dirigeante (les dirigeants doivent posséder des qualités de leadership telles que la persévérance, l'engagement, le souci du détail et une grande tolérance au risque)
Muzyka et al. (1996) ; Tyebjee et Bruno (1984).	La taille du marché et son taux de croissance
MacMillan et al. (1985, 1987)	Les différents types de risques (de concurrence, de liquidité, d'investissement, de management et de démarrage)
Zacharakis et Meyer (1998) ; Fried et Hisrich (1994)	La compétitivité et la qualité des produits et services
Strömberg (2008)	Les produits, la part de marché et les projets futurs
Kaplan et Strömberg (2000) ; MacMillan et al. (1985, 1987)	La perspective et le temps de sortie

Source : élaboré par nos soins.

⁴⁴ L'enquête est intitulée « *CRM: Systems and Deal Sourcing* », un rapport spécial produit par Preqin et « LexisNexis Enterprise Solutions » et publié en septembre 2011. Preqin est l'un des principaux fournisseurs de données et de renseignements dans le secteur des actifs alternatifs.

2.3. L'évaluation et la due diligence

L'évaluation consiste pour un fonds de capital investissement à analyser en détail tous les aspects cruciaux d'un investissement avant de continuer à prendre des engagements. Les professionnels du capital-investissement divisent généralement cette procédure en deux phases. Durant le premier tour, la société cible communique ses informations de base de 5 à 10 investisseurs potentiels, notamment un descriptif de la société, l'objectif de la levée de capitaux, le business-plan, les expériences de ses dirigeants, sa structure financière et ses principaux concurrents. Sur la base de ces informations et d'une étude de marché préliminaire, les investisseurs potentiels auront une idée générale de l'opération et sauront si elle est cohérente avec leurs propres critères d'investissement. Pour les fonds qui confirment leur intérêt à poursuivre l'opération, ils doivent répondre à la société cible par une lettre d'intérêt non contractuelle contenant des propositions sur la fourchette de prix d'achat, la structure du capital après l'acquisition, les hypothèses clés, les domaines de due diligence⁴⁵, le délai approximatif pour former une offre ferme et l'avantage du fonds en matière d'expertise.

L'activité principale de l'évaluation est la due diligence, qui est censée donner à l'investisseur en capital investissement l'assurance qu'il apprécie la valeur réelle⁴⁶ et les risques associés à la société cible et à son plan d'affaires (De Cleyn et Braet, 2007). Une due diligence approfondie couvre les aspects suivants : technologie, marché, contrats importants, activités, finances, comptabilité, documentation de l'entreprise, états des stocks, relations avec les employés, questions gouvernementales, questions de responsabilité, litiges (De Cleyn et Braet, 2007). La due diligence peut être conduite par le fonds lui-même, ou par un tiers

⁴⁵ Pour l'AMIC, les travaux de due diligences représentent un audit préalable à l'acquisition de parts par l'investisseur dans l'entreprise investie. Pour assurer la transparence de l'opération d'investissement et identifier les risques de l'entreprise cible, les due diligences reposent essentiellement sur :

- un audit comptable
- un audit financier
- un audit environnemental.

⁴⁶ Il existe trois méthodes d'évaluation (Yahiaoui, A. (2011), Op cit, P.36.) :

- La méthode prenant en compte la valeur patrimoniale et la valeur de rendement : la valeur patrimoniale correspond à l'actif net comptable (ANC) corrigé d'incidences fiscales de revalorisation ou dévalorisation d'actifs, encore appelé situation nette réévaluée.
- Les méthodes intrinsèques ou dynamiques : elles se fondent sur des éléments prévisionnels consistant à évaluer une entreprise à partir de sa rentabilité future actualisée, mise en évidence par l'actualisation du flux de liquidité disponible « *free cash flow* ou *discounted cash flow* » ou des profits économiques (EVA) sur un horizon de « n » années.
- Les méthodes analogiques ou comparatives : elles reposent sur l'analyse des multiples de valorisation d'entreprises comparables cotées afin de définir et d'extraire la valeur de l'entreprise que l'on cherche à évaluer, compte tenu de ses agrégats financiers.

spécialiste⁴⁷, ou par les deux. Le management de l'entreprise doit également, pour capter les investisseurs, réduire les obstacles qui empêchent les investisseurs en capital-investissement d'avoir accès à des informations internes importantes. En général, plus le gestionnaire de fonds est expérimenté, moins il prendra de temps pour évaluer les opportunités de financement. Par ailleurs, les opérations de capital-risque exigent généralement beaucoup moins de temps d'évaluation que les opérations de rachat, en raison de l'historique plus court de l'entreprise et du peu de données disponibles.

2.4. La structuration et l'exécution de l'opération

Une fois, les conditions d'investissement définies, la compagnie de capital-investissement et la société cible travailleront ensemble pour conclure la transaction. Cette opération est appelée la structuration et l'exécution de la transaction. Cela consiste à structurer l'investissement, à négocier le coût du prêt avec les banques, à mettre au point un système d'incitation pour la gestion, le processus de surveillance, la manière dont les contrats doivent être structurés en cas de décision d'investissement en plusieurs étapes, la syndication, les instruments financiers utilisés, le réinvestissement, etc.

Sahlman (1990) montre que les sociétés de capital investissement recourent à un certain nombre de dispositifs de structuration pour inciter les entrepreneurs à accomplir leurs missions et à publier des informations fiables. Parmi ces mécanismes, on peut évoquer, par exemple, un financement par étapes, des titres convertibles en actions qui donnent le contrôle aux financiers sous certaines conditions, engager la rémunération sur la valeur créée.

De nombreuses études portent sur les droits de trésorerie « *cash-flow* »⁴⁸. Des études antérieures émanant des États-Unis montrent que les actions privilégiées convertibles

⁴⁷ Les fonds de capital investissement externalisent les travaux de due diligence à différentes parties tierces en fonction de leur domaine de compétence. Les consultants en gestion (McKinsey, Bain, BCG, etc.) sont généralement engagés pour effectuer une due diligence commerciale sur le potentiel du marché et les relations avec les clients. Des cabinets comptables (KPMG, PricewaterhouseCoopers, Ernst & Young, Deloitte, etc.) sont engagés pour effectuer une due diligence financière afin de s'assurer que toutes les informations financières fournies sont exactes et complètes. Des cabinets d'avocats spécialisés dans les fusions et acquisitions (Wachtell Lipton Rosen & Katz, Skadden, Sullivan & Cromwell, Simpson Thacher, etc.) seront chargés d'effectuer une vérification juridique préalable et de s'occuper de la rédaction initiale des documents d'acquisition.

⁴⁸ La répartition des droits de trésorerie entre l'entreprise et l'investisseur en capital dépend également du pouvoir de négociation de chaque partie (Heughebaert et Manigart, 2012). Ils peuvent changer au fil du temps, en fonction de la performance réalisée entre deux tours de financement (Bengtsson et Sensoy 2015). Ils peuvent également varier entre les différents investisseurs en capital-investissement (Bengtsson 2011 ; Bengtsson et Bernhardt 2014), l'expérience des investisseurs en capital-investissement (Bengtsson et Sensoy 2011). Caselli et coll. (2013) établissent un lien entre les dispositions contractuelles et les rendements.

« *convertible preferred equity securities* »⁴⁹ sont la solution optimale pour le financement par capital investissement (Kaplan et Stromberg, 2003), mais des recherches empiriques menées au cours des années 2000 ont montré que les investisseurs en capital-risque utilisent souvent d'autres types de titres⁵⁰.

Un élément essentiel de l'opération de la structuration et l'exécution de l'opération est la syndication⁵¹. Nous pouvons mobiliser trois théories complémentaires pour expliquer la décision de syndication par les investisseurs en capital. La première traditionnelle est empruntée à la théorie financière et envisage la syndication comme un mécanisme de partage des risques par la diversification du portefeuille du capital investisseur⁵² (Smith et Smith, 2000). Quant à la deuxième, découlant de la théorie des ressources, considère la syndication comme une réponse du capital investisseur à la volonté de se procurer ou de mutualiser l'information pertinente dans le choix et la gestion de ses investissements (Bygrave, 1987 ; Brander et al., 2002). La syndication revêt ici un aspect cognitif. Dans une optique complémentaire, qui renvoie autant à l'approche « *ressources* » qu'à l'approche financière, la syndication peut être envisagée en tant que mécanisme susceptible de faire augmenter le nombre d'affaires pour les entreprises⁵³ (Lockett et Wright, 2001 ; Sorenson et Stuart, 2001).

⁴⁹ Sont des actions privilégiées qui comprennent une option pour le détenteur de convertir les actions en un nombre fixe d'actions ordinaires après une date prédéterminée. La plupart des actions privilégiées convertibles sont échangées à la demande de l'actionnaire, mais il existe parfois une disposition qui permet à la société, ou à l'émetteur de forcer la conversion. La valeur d'une action privilégiée convertible est en fin de compte fondée sur le rendement de l'action ordinaire.

⁵⁰ En Allemagne, par exemple, les investisseurs en capital investissement ont recours à divers instruments de financement, tels que des titres de participation, des titres mezzanine et des titres assimilables à des titres de créance.

⁵¹ Dans le cas du capital-investissement, on considère qu'il y a syndication dès lors que (au moins) deux sociétés de capital investissement réalisent un investissement commun en vue d'en partager les bénéfices (Wilson, 1968.)

⁵² Le marché du capital-investissement se caractérise par son manque d'efficacité. Les entreprises à financer ne sont pas cotées en bourse, les investisseurs ne possèdent pas nécessairement la même information, au même moment (Admati et Pfleiderer, 1994), sur ces entreprises et leurs projets, et il est difficile de juger les compétences des entrepreneurs (Desbrières, 2001). Par conséquent, les investisseurs en capital possèdent une connaissance globale des caractéristiques de leurs cibles beaucoup moins grande que les investisseurs potentiels dans les entreprises cotées en bourse.

⁵³ Cela peut, en partie, expliquer l'augmentation significative la proportion des financements syndiqués depuis le début des années 2000. Cependant, il semble que l'intensité observée dans le recours à la syndication diffère entre certains pays : les sociétés de capital-investissement nord-américaines se syndiquent en moyenne davantage que leurs homologues européens. Wright et Lockett (2003) montrent que 60 % de leurs opérations sont syndiquées contre seulement 30 % en Europe pour l'année 2001.

Tableau 2 : Les raisons de la syndication

Auteur	Raison
Hochberg et al. (2015)	Procurer davantage de ressources
Das et al. (2011)	Optimiser la sélection des transactions et la valeur créée
Bengtsson (2013)	Source de possibilités de nouvelles opérations pour les investisseurs
Hopp et Lukas (2013), Petkova et al. (2014), Wang et Wang (2012) et Milanov et Shepherd (2013)	La formation de réseau et de la réputation
Gompers et al. (2014)	Possibilité de partager les mêmes antécédents ethniques, éducatifs ou professionnels
Brander et al. (2002), Ragozzino et Blevins (2015), Tian (2012)	Obtenir de meilleurs résultats

Source : élaboré par nos soins.

2.5. Le suivi des investissements ou « *monitoring* » et aide à la gestion

Une fois le contrat d'investissement conclu, un partenaire désigné par le fonds de capital-investissement est chargé de superviser l'entreprise investie. Il établit des contacts réguliers avec la direction de l'entreprise et suit son évolution opérationnelle et financière. Comme la société investie est inscrite dans le portefeuille du fonds, le suivi est également appelé gestion de portefeuille. Un partenaire peut gérer plusieurs sociétés en portefeuille en même temps ; il peut aussi y avoir une équipe dédiée pour se concentrer sur le suivi. En général, les sociétés de capital-investissement assument deux types de relations avec les sociétés de son portefeuille : une expertise et des actions de contrôle. Pendant la phase de suivi, les sociétés de capital-investissement fournissent à leurs sociétés de portefeuille une expertise en gestion et des relations professionnelles, siègent au conseil d'administration, aident à recueillir des fonds supplémentaires, recrutent des gestionnaires clés et fournissent des conseils stratégiques à la direction (Lerner, 1995 ; Sahlman, 1990). La majorité des sociétés de capital-investissement établissent une relation de travail étroite avec les équipes de direction des sociétés de leur portefeuille. Pour la plupart, elles ne s'impliquent pas dans les opérations quotidiennes de leurs sociétés de portefeuille. Elles cherchent plutôt à créer de la valeur en collaborant avec la direction à la définition et à l'exécution des priorités financières, opérationnelles et stratégiques, et en fournissant une expertise dans ces tâches que l'équipe de direction n'a peut-être pas. En outre, une société de capital-investissement dispose

généralement d'un ou plusieurs sièges au sein du conseil d'administration ou du conseil consultatif de la société. Grâce à ces sièges, la société de capital-investissement peut influencer activement et directement la prise de décisions opérationnelles et stratégiques de l'entreprise.

Afin de participer aux décisions de gestion de l'entreprise, les sociétés de capital-investissement recueillent des informations auprès de parties externes et non exécutives telles que les conseils d'administration, les auditeurs, les grands actionnaires, les grands créanciers, les banques d'investissement et les agences de notation (Jensen, 1989). Leur participation à la gouvernance des sociétés de leur portefeuille est d'une aide importante pour la croissance de la société cible (Barry et al., 1990). Elles jouent également un rôle au sein du conseil d'administration et fournissent un contrôle précieux pour limiter le comportement opportuniste⁵⁴ des gestionnaires (Baker et Gompers, 2003 ; Admati et Pfleiderner, 1994). Du point de vue organisationnel, le capital-investissement est associé à un processus de professionnalisation : recours à des pratiques d'embauche plus professionnelles, attention accrue au marketing et au circuit de distribution et plus grande probabilité de remplacer un fondateur par un gestionnaire professionnel si la performance de l'entreprise est insatisfaisante (Hellmann et Puri, 2002).

Pour ce qui est création de valeur⁵⁵, certains travaux de recherche traitent explicitement les mécanismes par lesquels les investisseurs en capital-risque ou en capital-investissement ajoutent de la valeur. Parmi ces quelques études, la plupart d'entre elles établissent un lien entre la création de valeur et une gouvernance d'entreprise⁵⁶ plus efficace⁵⁷. Cela peut

⁵⁴ « L'opportunisme fait référence à la recherche de l'intérêt personnel à tout effort calculé pour tromper, désinformer, déguiser, omettre, choquer ou induire en erreur un autre agent » (Joffre, 1999, P.152).

⁵⁵ D'après Brandenburger et Stuart (1996, P.8), la valeur créée est la rente organisationnelle globale produite par la firme sur l'ensemble de la chaîne de valeur (Porter, 1985) constituée par les différents partenaires. La considération de l'ensemble des partenaires de la chaîne de valeur conduit Charreaux et Desbrières (1998) à dénommer cette rente « valeur partenariale » par opposition à la rente revenant aux seuls actionnaires, qui constitue la valeur actionnariale. Charreaux et Desbrières (1998) ont notamment contribué à diffuser ce concept, ils l'ont défini comme la différence entre la somme des prestations (ou ventes) évaluées à leur prix d'opportunité et la somme des coûts des facteurs de production évalués à leur coût d'opportunité.

⁵⁶ Selon Cabane la gouvernance d'entreprise (2010) « c'est un système permettant la défense de l'intérêt social, la conduite, la gestion, le contrôle et la pérennité de l'entreprise, précisant les pouvoirs, les responsabilités et les relations des actionnaires et des dirigeants, et s'assurant que l'objectif de création de valeur pour l'ensemble des parties prenantes est bien pris en compte ».

⁵⁷ Il est possible d'envisager un cercle vertueux (synergie positive) si nous sommes en présence d'une gouvernance « efficace » ; cette dernière est alors un mécanisme réducteur de risque et instigateur de confiance pour la partie prenante. Si une gouvernance « efficace » entraîne moins de risque d'expropriation et plus de confiance (notamment pour les apporteurs de ressources), alors la valeur actionnariale (performance financière) devrait s'en trouver améliorée. Un niveau plus élevé de performance organisationnelle conduit alors à une

impliquer une structure de conseil d'administration assez indépendante sur le capital-risque (Gerasymenko et al., 2015 ; Hochberg, 2012) ou sur le capital-investissement (Cornelli et al., 2013) avec la participation des investisseurs au conseil d'administration (Celikyurt et al., 2014 ; Chahine et Goergen, 2011 ; Chen et al., 2014). Pour mesurer la création de valeur, les études utilisent principalement le taux de rendement interne. Ce type de mesure est très répandu, en particulier dans les études sur le capital-investissement (Acharya et al., 2013 ; Aslan et Kumar, 2011 ; Boucly et al., 2011 ; Chen et al., 2014 ; Cohn et al., 2014 ; Guo et al., 2011 ; Rubera et Tellis, 2014)⁵⁸. Une autre façon de saisir la valeur créée est d'examiner les conséquences de l'investissement. Les entreprises financées par capital investissement ont plus de chances de réussir leur sortie (Chemmanur et al., 2011 ; Ozmel et al., 2013a, b), un risque d'échec plus faible (Bhattacharya et al. 2015 ; Puri et Zarutskie, 2012) et un risque plus faible de détresse financière et de faillite (Tykvova et Borell, 2012).

2.6. Le désinvestissement ou la sortie

La sortie est la dernière phase d'investissement pour un fonds de capital-investissement à se séparer d'une entreprise investie⁵⁹. L'objectif principal de tous les investisseurs en capital-investissement est d'obtenir un bon rendement de leur capital investi après une période d'investissement et de détention de trois à sept ans en général ; la sortie est donc une phase cruciale pour tous les fonds⁶⁰. La sortie peut se faire via⁶¹ :

amélioration de la performance financière, ce qui offre la possibilité de réinvestir dans des actions socialement responsables (Waddock et Graves, 1997).

⁵⁸ La recherche sur le capital risque est souvent axée sur l'effet positif de ces investisseurs sur les innovations et les brevets (Arquè-Castells, 2012 ; Bertoni et Tykvova', 2015 ; Celikyurt et al., 2014 ; Dutta et Folta, 2016 ; Guo et Jiang, 2013).

⁵⁹ Lorsqu'elle décide de la stratégie de sortie à adopter, la société de capital-investissement doit tenir compte de l'environnement macroéconomique (marchés boursiers, prêts bancaires, taux d'intérêt et liquidité du marché des capitaux), juridique, fiscal et réglementaire (Lerner, 1994). En choisissant le moment et la forme de la sortie du capital-investissement, il est important que les intérêts de toutes les parties concernées soient respectés (Relander et al., 1994). Plusieurs études traitent des conflits d'intérêts potentiels à la sortie, qui résultent de la pression exercée par les investisseurs en capital-risque pour liquider (Bradley et al., 2015 ; Chahine and Goergen, 2011b ; Gompers, 1996 ; Masulis and Nahata, 2011 ; Scott Hsu, 2013 ; Stuart and Wang, 2016).

⁶⁰ Une sortie réussie a une influence décisive sur la capacité des sociétés de capital-investissement à lever de nouveaux fonds. Parfois, même depuis le début de la recherche de fonds, les sociétés de capital-investissement doivent imaginer les scénarios de sortie potentiels et ajuster constamment leurs attentes en matière de sortie en fonction de l'évolution de la situation au cours du processus d'investissement.

⁶¹ Certes, la majorité des études portent sur les paramètres qui guident le choix entre une introduction en bourse et la cession industrielle, mais certaines études récentes portent également sur d'autres voies de sortie notamment la sortie financière, la cession aux actionnaires et la cession aux salariés (Degeorge et al., 2016 ; Kolb et Tykvova, 2016 ; Jenkinson et Sousa, 2015 ; Wang, 2012).

2.6.1. La sortie industrielle

La sortie industrielle consiste à vendre le capital de l'entreprise à un acheteur stratégique, le plus souvent une entreprise industrielle travaillant dans des secteurs similaires à ceux de l'entreprise en portefeuille. Les acheteurs stratégiques visent à maintenir l'acquisition sur une longue période afin de renforcer leur position stratégique, par exemple en augmentant leur part de marché, en proposant des technologies complémentaires, des secrets de fabrique ou des synergies, ou en se lançant dans d'autres segments du marché. La cession est souvent perçue comme une sortie souhaitable par les sociétés de capital-investissement, car les acheteurs stratégiques saisissent mieux la valeur potentielle de l'entreprise et sont souvent prêts à payer un prix d'achat plus élevé. Mais la cession comporte aussi des risques possibles : le changement de contrôle entraîne souvent le remplacement de la direction de l'entreprise, ce qui peut provoquer une résistance ; des informations confidentielles de l'entreprise en portefeuille peuvent être obtenues et utilisées par des acheteurs potentiels pour lui faire concurrence.

2.6.2. La sortie par introduction en bourse

L'introduction en bourse (« *IPO* ») signifie que les actions sont introduites en bourse pour la première fois. En se retirant par « *IPO* », les investisseurs en capital investissement peuvent vendre leurs actions à des souscripteurs publics. La sortie par « *IPO* » peut produire des rendements élevés, si les marchés boursiers sont dans des conditions favorables et si l'entreprise a un profil attrayant (Barry et al., 1990). Une telle sortie réussie contribue également à une meilleure reconnaissance de la marque et à une meilleure réputation de l'entreprise sur le marché. Toutefois, elle présente également des inconvénients. Le climat économique général et les conditions du marché des capitaux sont difficiles à prévoir pour une introduction en bourse réussie. Une entreprise doit d'abord atteindre une taille significative pour pouvoir être admise à la cote publique. Une opération d'introduction en bourse est soumise à une réglementation stricte et à des procédures compliquées, qui impliquent des conseillers, des auditeurs, des banques d'investissement et des autorités des marchés financiers, et est généralement longue et coûteuse (*Lock-up*)⁶². Après l'introduction

⁶² Lock-up signifie blocage. Une période de blocage des titres lors d'une introduction en bourse est une restriction contractuelle qui empêche les actionnaires et les initiés d'une société de la vente de leurs actions pendant une période qui dure généralement de 90 à 180 jours après l'entrée en bourse de la société. L'accord de blocage concerne généralement les fondateurs de l'entreprise, les principaux actionnaires, les principaux

en bourse, l'entreprise doit continuer à remplir les exigences de publication et de divulgation de l'information et à tenir régulièrement des assemblées d'actionnaires, ce qui entraînera un travail considérable et des frais importants.

2.6.3. La sortie financière

Dans le cadre de cette sortie, une société de capital-investissement vend ses parts d'une entreprise directement à une autre société de capital-investissement. Une telle situation se produit souvent lorsqu'une société de capital-investissement est soumise à des pressions pour se retirer, ou lorsqu'elle n'a pas l'intérêt ou la capacité de continuer à financer l'entreprise, mais que celle-ci ne se prête pas à une cession ou à une introduction en bourse. Elle peut également être due au souhait de la direction de l'entreprise de remplacer l'ancienne société de capital investissement par une autre qui a davantage confiance en l'avenir de l'entreprise ou qui pourrait lui apporter plus de valeur pour l'aider à se développer. Une vente de deuxième niveau offre au vendeur l'avantage d'une sortie immédiate. Le vendeur peut également conserver une partie de la propriété de l'entreprise s'il estime qu'il est rentable d'investir dans la croissance à long terme de l'entreprise. Les risques potentiels de cette modalité de sortie sont principalement d'ordre financier. Le vendeur insistera sur un prix d'achat élevé afin de garantir son retour sur investissement, tandis que l'acheteur tentera d'acheter le capital à une valeur minimale.

2.6.4. La cession aux fondateurs, aux actionnaires ou aux salariés

Outre les stratégies de sorties susmentionnées, qui sont comparativement plus souhaitables⁶³, les fondateurs, les salariés ou l'équipe de direction de l'entreprise, moyennant un montage financier de type LMBO (« *Leverage Management Buy Out* ») ou RES (Reprise de l'Entreprise par les Salariés), peuvent racheter les actions détenues par le fonds de capital-investissement. Les entreprises qui choisissent de procéder à une opération de rachat doivent

dirigeants, les salariés et les investisseurs en capital. Son but est de prévenir les fluctuations du marché, dues à une grande quantité de ventes sur une courte période, et d'éviter de faire baisser le cours de l'action de la société.

⁶³ Wright et al. (1993) indiquent que les préférences des investisseurs en capital sur le plan des sorties ne sont pas similaires entre les pays. Comme le soulignent des études antérieures, les deux canaux de sortie les plus importants et les plus avantageux sont la cession et l'introduction en bourse. Cependant, au cours de la dernière décennie, les ventes secondaires ont gagné en importance. Par exemple, en 2018, 32 % de toutes les entreprises européennes soutenues par des investisseurs en capital-risque ou en capital-investissement ont été sorties par le biais d'une cession, 31 % par le biais d'une vente secondaire, 10 % par le biais d'une offre d'actions et 3 % de toutes les sorties ont été des radiations (Invest Europe, 2018).

générer des flux de trésorerie réguliers pour répondre à leurs besoins de financement ; leur fondateur et leur direction doivent avoir une grande confiance dans leur croissance. Les investisseurs en capital pourraient également négocier avec l'entreprise une sortie sous forme de rachat, sous la pression de désinvestir ou lorsque d'autres stratégies de sortie ne sont pas applicables. Si une société de portefeuille rencontre des difficultés financières importantes et que son activité ne peut être relancée par les dirigeants ou les investisseurs, elle sera contrainte de liquider ses actifs qui seront saisis pour payer ses dettes⁶⁴.

2.6.5. La mort de la participation

En fait, on distingue deux types de mortalité dans le portefeuille des participations : celle des nouvelles entreprises, dont globalement une sur deux connaît l'échec sur les cinq premières années de leur vie, et celle des entreprises existantes, dont le taux de mortalité est beaucoup plus faible (10 à 20 % selon le secteur)⁶⁵.

2.6.6. Le remboursement du capital

Deux techniques permettent de rembourser le capital aux actionnaires et aux investisseurs en capital : l'amortissement permet le remboursement de tout ou partie du capital par prélèvement sur les réserves (le montant du capital est *in fine* inchangé et le remboursement se fait au prix nominal de l'action), et la réduction du capital en l'absence de pertes permet également un paiement en numéraire avec annulation d'actions⁶⁶.

Le tableau suivant résume d'une façon simplifiée le processus d'investissement des sociétés de capital investissement :

⁶⁴ Comme pour les autres actionnaires, les sociétés de capital-investissement ne seront pas indemnisées pour leur participation dans l'entreprise tant que tous les créanciers n'auront pas été remboursés. S'il ne reste plus de capital provenant de la vente des actifs de l'entreprise après le remboursement des dettes, les investisseurs en capital ne recevront aucune valeur pour leurs capitaux propres et l'investissement de portefeuille deviendra une radiation (write-off).

⁶⁵ Yahiaoui, A. (2011), Op Cit, P.227.

⁶⁶ Yahiaoui, A. (2011), Op Cit, P.228.

Tableau 3 : Représentation simplifiée du cycle d'investissement d'une société de capital investissement

Levée du fonds		
Investissement	Sélection des entreprises	– Sélection des projets – Audits préalables (due diligence)
	Montage du projet de financement	– Prise de décision (closing) – Évaluation de l’entreprise – Négociation du contrat d’investissement
	Gestion des investissements	– Apport de fonds propres et non financiers – Suivi actif de la participation – Nouveaux tours de table
Sortie de la firme du portefeuille	– Cession de la participation minoritaire à une industrie – Vente de la participation à un autre financier – Rachat des participations par l’entreprise – Introduction en Bourse et cessions d’actions cotées – Vente de la firme entière à une autre société – Provision pour dépréciation – Autres	
Dissolution des fonds		

Source: D'après Bygrave et Timmons (1992) "The private equity firm cycle"⁶⁷.

⁶⁷ Cité par Huy, V. T. (2011). Les facteurs organisationnels et stratégiques de la performance des fonds de capital-risque français (Doctoral dissertation, Université Nancy 2), P.79. En ligne : <https://hal.univ-lorraine.fr/tel-01752914/document>. Dernière consultation le 03/06/2020.

Conclusion chapitre I

Nous avons fait le point, dans ce premier chapitre, sur les conceptions et les aspects les plus essentiels du capital-investissement, son mode de fonctionnement, ses intervenants principaux, ses mécanismes et ses processus d'investissement. Le financement par capital-investissement est articulé en quatre secteurs selon le cycle de vie de l'entreprise. Le capital-risque finance la phase de naissance de l'entreprise, le capital développement celle de la croissance, le capital transmission (« *LBO* ») celle de la maturité et le capital retournement a pour vocation de relancer une entreprise en déclin. La structure des fonds de capital investissement repose sur des sociétés en commandite et fonctionne selon des modalités particulières. D'autres intervenants se sont constitués entre les fonds de capital investissement et les entreprises investies, qui visent à mieux choisir, examiner, superviser et inciter la direction de l'entreprise afin de garantir un meilleur retour sur investissement. Le processus d'investissement se déroule en quatre phases séquentielles, à savoir la recherche de contrats, la sélection/exécution, le suivi et la sortie, chaque phase comportant des caractéristiques particulières à contrôler pour pouvoir procéder à la phase suivante.

Chapitre II :
Le capital investissement au Maroc :
État des lieux

Le secteur du capital-investissement au Maroc est un secteur jeune. Il a émergé au début des années 1990, pour ne devenir pleinement fonctionnel qu'en 1993 avec la naissance de la société de gestion Moussahama, filiale de la Banque Centrale Populaire, une des premières entreprises de cette industrie au Maroc.

Pendant longtemps, Moussahama fut le seul opérateur du marché. Les autres fonds d'investissement ne verront en effet le jour qu'à partir de l'an 2000, année de création de l'AMIC, fondée à l'initiative de quatre opérateurs : Capital Invest, Casablanca Finance Capital, Moussahama et Upline. Aujourd'hui, l'AMIC regroupe la majorité des investisseurs en capital marocains. Le dynamisme du secteur va amener l'État à participer activement au développement de l'investissement en capital à travers la CDG. Compte tenu de son double rôle d'investisseur financier qui cherche la meilleure performance pour les fonds qu'elle gère et d'institution destinée à appuyer le développement et la modernisation du tissu économique marocain, la CDG a fait de ce métier un axe important de sa politique d'investissement. Les établissements bancaires ont également été séduits par le potentiel de développement de l'activité et ont créé leurs propres fonds d'investissement⁶⁸. À travers cette dynamique, le marché marocain du capital investissement devient de plus en plus attractif. Ainsi, en 2021, le Maroc est classé 3e marché africain en termes d'attractivité du capital-investissement selon l'« indice global d'attractivité du capital investissement ».

Dans ce chapitre, nous ferons le point sur l'état du marché du capital investissement marocain. Dans une première section, nous exposerons la dynamique de ce marché en termes de fonds levés et investis, la réparation des investissements, la sortie et la performance. Dans une deuxième section, nous nous concentrerons sur l'attractivité du marché marocain du capital investissement. Dans ce cadre, nous présenterons les performances réalisées par le Maroc en le comparant notamment à d'autres pays africains.

⁶⁸ <https://amic.org.ma/capital-investissement/investisseurs/>. Dernière consultation 14/03/2019.

Section 1 : L'état et la dynamique du marché marocain du capital investissement

En raison de sa performance économique, de sa compétitivité et de sa stabilité politique actuelle par rapport aux autres pays africains, le Maroc est doté d'un marché du capital-investissement en pleine croissance. L'objet de cette section est de présenter les indicateurs statistiques clés du capital-investissement au Maroc.

1. La forme juridique et la nature des fonds

Nous allons présenter, d'abord, les formes juridiques des fonds fixées par le législateur marocain et exposer, par la suite, la nature des fonds.

1.1. Les formes juridiques des fonds

Au Maroc, les structures juridiques retenues par les fonds d'investissement relèvent de l'un des deux types suivants : véhicules classiques ou organismes de placement collectif en capital (OPCC).

1.1.1. Les véhicules classiques

Il nous semble judicieux d'opérer une distinction entre les formes juridiques de droit marocain et celles de droit étranger.

1.1.1.1. Les formes juridiques de droit marocain

Trois formes peuvent être citées :

- Société anonyme (SA) : Loi n° 17-95 et 20-05
- Société par actions simplifiées (SAS) : Loi 17-95 (articles 425 à 436)
- Sociétés en commandite par actions (SCA) : Loi n° 5-96 (chapitre II du titre III)

1.1.1.2. Les formes juridiques étrangères

Les véhicules étrangers dépendent de la législation de leur pays d'origine. On distingue généralement entre deux formes :

- *Limited Partnership (LP)* : c'est une structure d'investissement, fiscalement transparente, utilisée notamment par les gestionnaires anglo-saxons. Le LP est géré par une société de gestion indépendante appelée « *General Partner* » (GP).

- *Limited Liability Company* : c'est une structure équivalente à la société à responsabilité limitée (SARL).

1.1.2. Les organismes de placement collectif en capital (OPCC)

La loi n° 41-05 promulguée par le Dahir du 14 février 2006 telle que modifiée et complétée par la loi n° 18-14 promulguée par le Dahir du 19 février 2015 relative aux organismes de placement collectif en capital (OPCC) distingue : les SPCC des FPCC

1.1.2.1. Les sociétés de placement collectif en capital (SPCC)

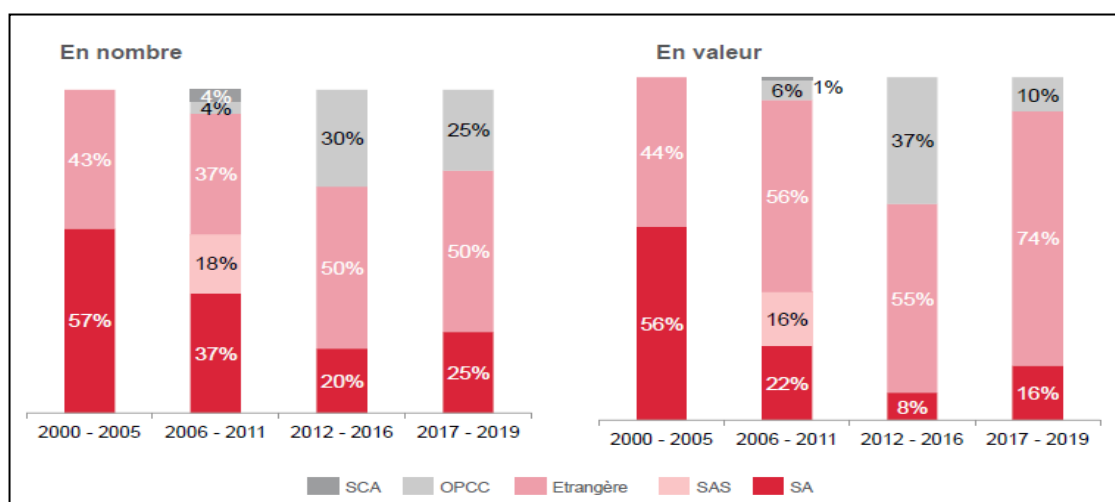
Il s'agit des sociétés par actions, régies par la loi n° 17-95 ou n° 5-96, selon la forme choisie : société anonyme, société anonyme simplifiée ou société en commandite par action.

1.1.2.2. Les fonds de placement collectifs en capital (FPCC)

Il s'agit d'une copropriété d'actifs et non une société civile ou commerciale. Les parts émises sont assimilées à des valeurs mobilières.

La figure 8 montre que les fonds destinés à l'investissement transrégional optent prioritairement pour les formes étrangères alors que les fonds locaux privilégient les formes juridiques marocaines (OPCC et SA).

Figure 8 : La forme juridique des fonds au Maroc entre 2000 et 2019



Source : AMIC (2020)⁶⁹.

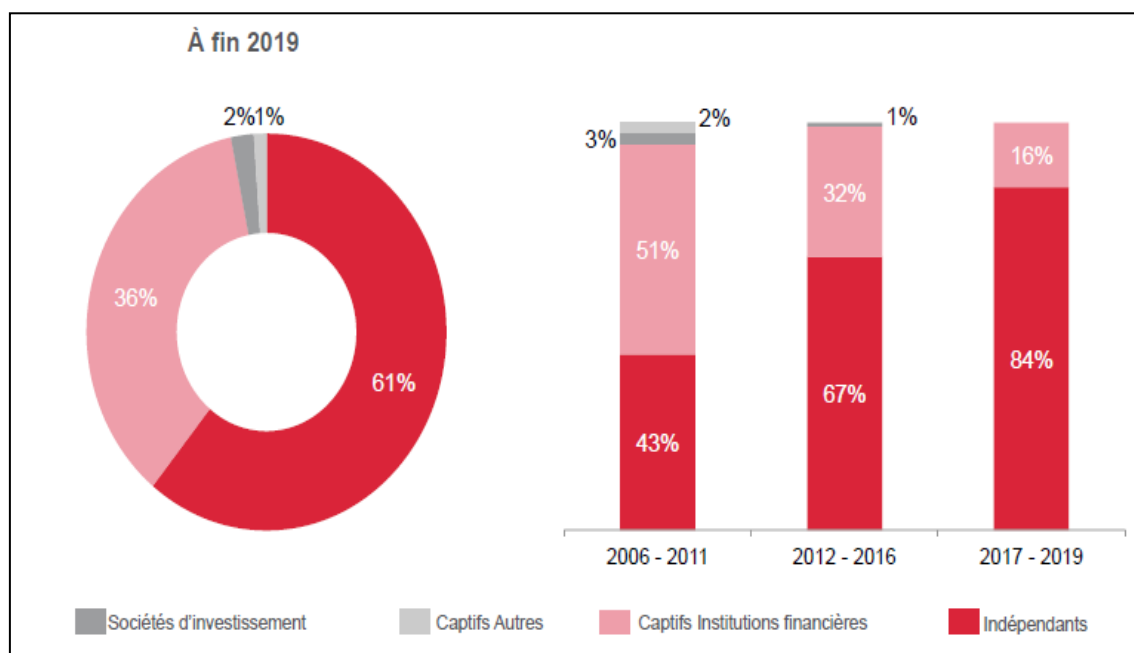
⁶⁹ AMIC (2020). Rapport d'activité du capital investissement au Maroc, P.5. En ligne : <https://amic.org.ma/rapport-dactivite-2019-des-acteurs-marocains-du-capital-investissement/>. Dernière consultation le 20/04/2021.

1.2. La nature des fonds

Suivant la classification de l'AFIC, on peut distinguer trois principaux types de SCI. Ces différents types de SCI se distinguent suivant la provenance de leurs fonds. Ainsi, les SCI indépendantes sont des SCI dont les fonds proviennent de plusieurs investisseurs et dont aucun ne détient la majorité du capital. Les SCI sont dites captives lorsqu'elles constituent une filiale soit d'un groupe ou d'une entreprise, soit d'une banque ou d'un autre organisme financier. Une SCI est dite semi-captive, lorsqu'il y a un apporteur de fonds majoritaire. Dans le cas des SCI publiques, la totalité ou une grande partie des fonds provient d'organismes publics.

Les statistiques de l'AMIC montrent que les fonds indépendants progressent significativement depuis la deuxième génération (2006 - 2011)⁷⁰.

Figure 9: La nature des fonds au Maroc entre 2006 et 2019



Source : AMIC (2020), Op Cit, P.6.

⁷⁰ La période entre 2006 et 2011 connaît l'apparition d'une deuxième génération de fonds avec une augmentation importante du nombre de fonds (+20%) et des montants engagés. Il s'agit aussi bien de fonds généralistes que de fonds spécialisés par secteur et par type d'opération (El hssini et Bentahar ; 2016).

2. Les montants levés et investis sur le marché du capital investissement marocain

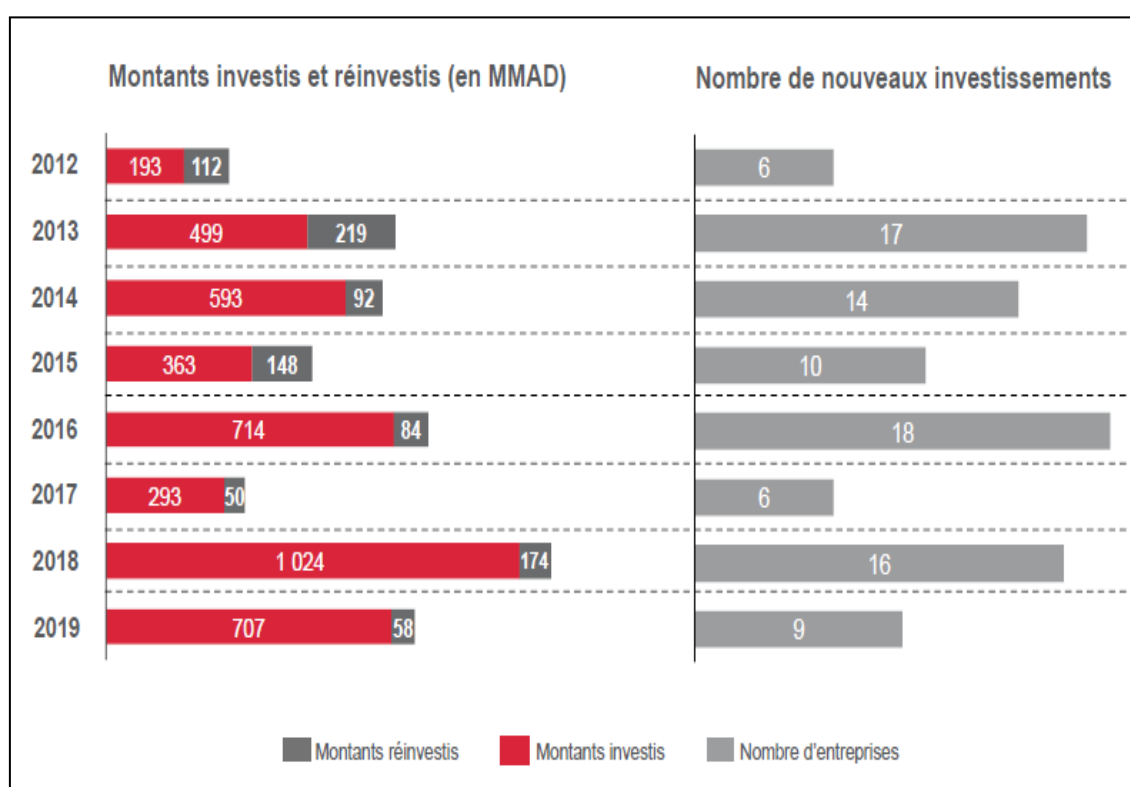
La dynamique du marché de capital investissement est essentiellement mesurée par les montants levés et investis par les sociétés de capital investissement.

2.1. Un marché tendanciuellement en forte croissance

2.1.1. Au niveau des montants investis et réinvestis

Le marché marocain du capital investissement bénéficie d'une croissance importante depuis le milieu des années quatre-vingt-dix. Les investissements réalisés par les acteurs du capital investissement ont progressé de manière rapide et plutôt régulière⁷¹. Les montants cumulés des capitaux investis sont ainsi passés de 1 808 millions de dirhams marocains (MAD) en 2008 à 8,5 milliards de MAD en 2019.

Figure 10 : Les montants investis et réinvestis au Maroc entre 2012 et 2019



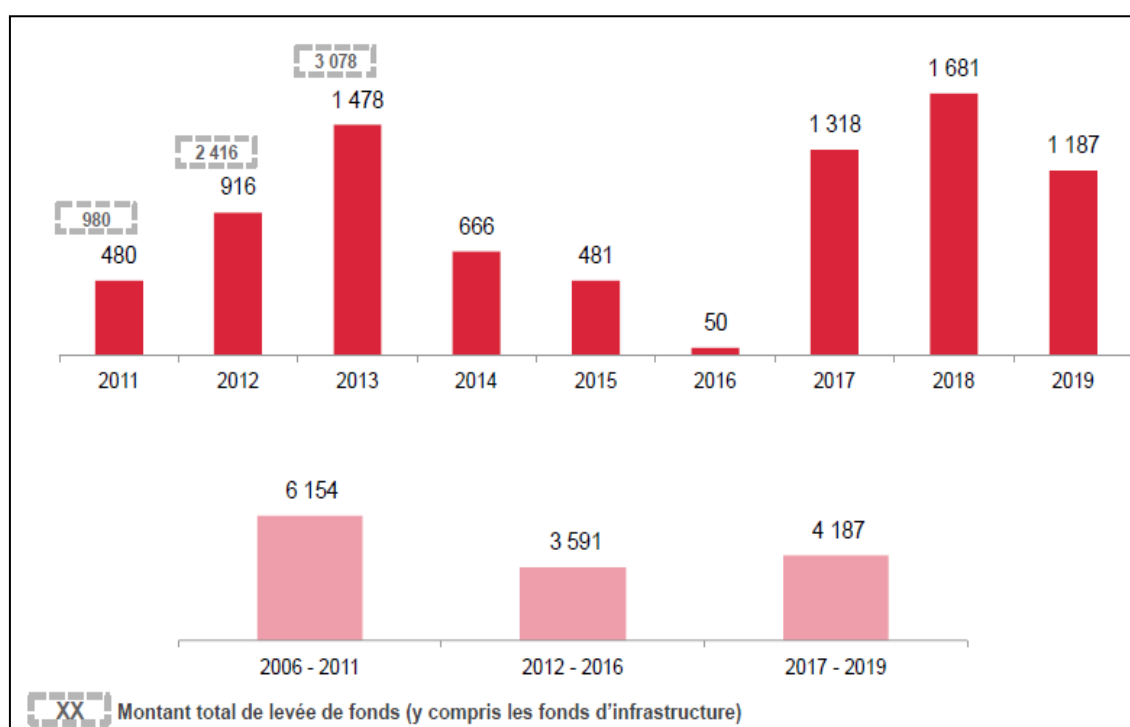
Source : AMIC (2020), Op Cit, P.6.

⁷¹ Malgré une baisse considérable des investissements en 2017.

2.1.2. Au niveau des montants levés

Les fonds levés, plus cycliques, ont connu pour leur part une évolution beaucoup plus heurtée : au pic de l'année 2013 succède une période de recul, puis une relance de l'activité à partir de 2017. Sur le long terme, il y a une évolution notable. Alors que le montant total des capitaux levés totalise 6,2 milliards de MAD en 2008, ce montant atteint 20,8 milliards MAD en 2019.

Figure 11 : Les montants levés (en MMAD) au Maroc entre 2012 et 2019



Source : AMIC (2020), Op Cit, P.7.

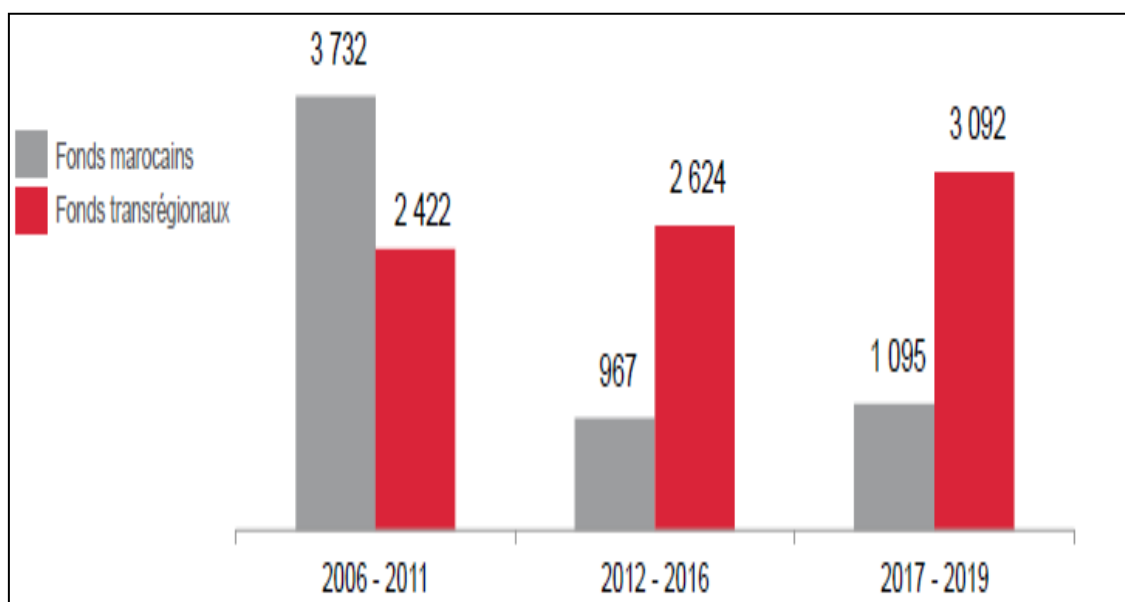
2.2. Répartition des montants levés et investis sur le marché marocain du capital investissement

2.2.1. Répartition par origine des fonds : un marché dominé par les fonds transrégionaux

Le marché du capital investissement au Maroc a connu une mutation profonde en matière d'origine des fonds d'investissement. En effet, si le début des années 2000 a été marqué par la domination des fonds marocains, nous remarquons qu'à partir du milieu des années 2010 une

prédominance des fonds transrégionaux. Ainsi, les fonds transrégionaux accaparent 73 % des fonds levés pour le Maroc depuis 2012.

Figure 12 : Les montants levés (MMAD) par type de fonds au Maroc entre 2006 et 2019

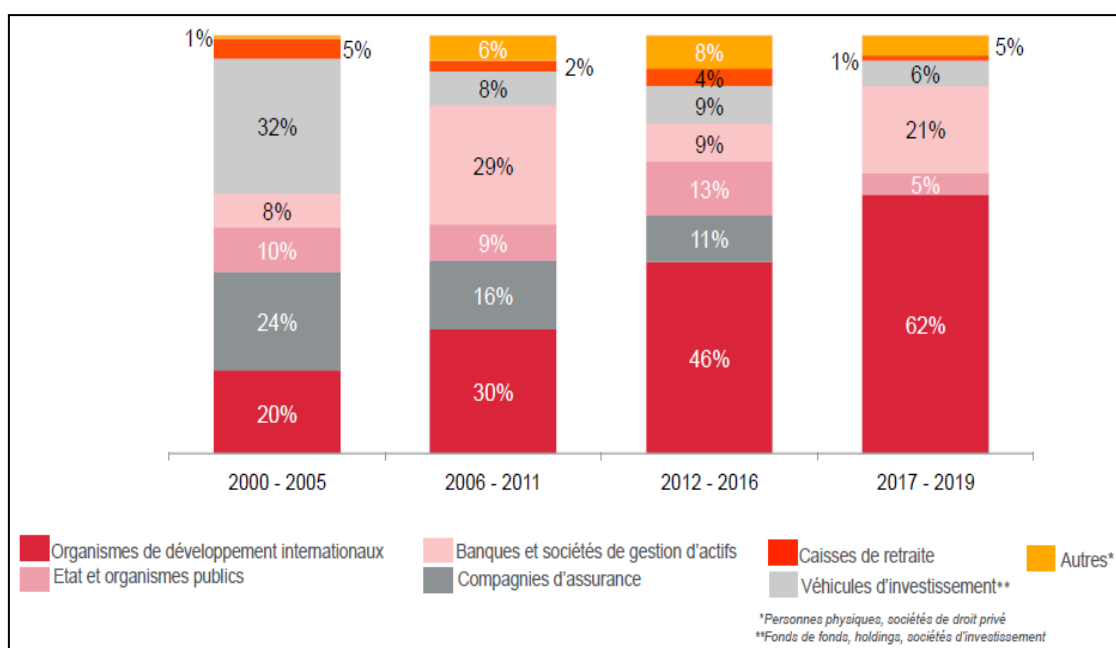


Source : AMIC (2020), Op Cit, P.8.

2.2.2. Répartition par type d'investisseur : les organismes de développement internationaux constituent les premiers investisseurs

Cette dynamique se trouve aussi sur le plan du type d'investisseur. Les organismes de développement internationaux constituent les premiers investisseurs au Maroc. Ils apportent plus de la moitié des fonds levés à partir de 2017. Leur part est passée de 20 % entre 2000 et 2005 à 62 % entre 2017 et 2019.

Figure 13 : Les montants levés par type d'investisseur entre 2000 et 2019

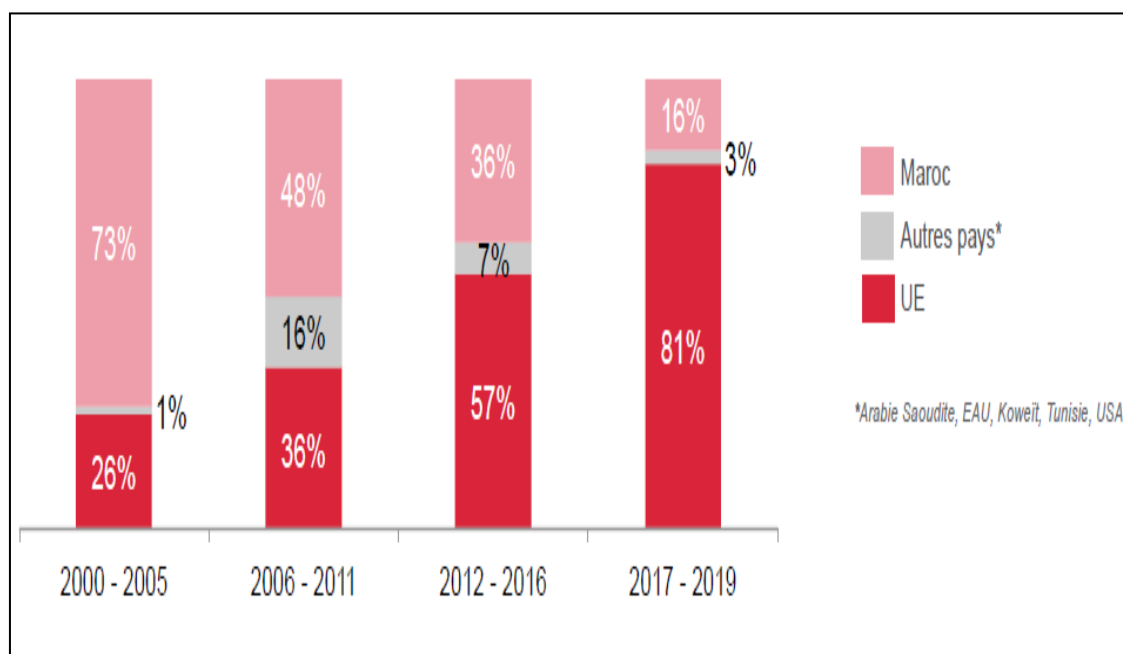


Source : AMIC (2020), Op Cit, P.9.

2.2.3. Répartition par nationalité des fonds : forte augmentation des fonds d'origine d'Union européenne

La forte augmentation de la part des investisseurs internationaux dans la levée de fonds a favorisé les fonds d'origine de l'Union européenne. Il représente environ 80 % des capitaux levés entre 2017 et 2019. Cette contribution n'était que d'environ 25 % au début des années 2000.

Figure 14 : Les montants levés par nationalité des investisseurs entre 2000 et 2019



Source : AMIC (2020), Op Cit, P.10.

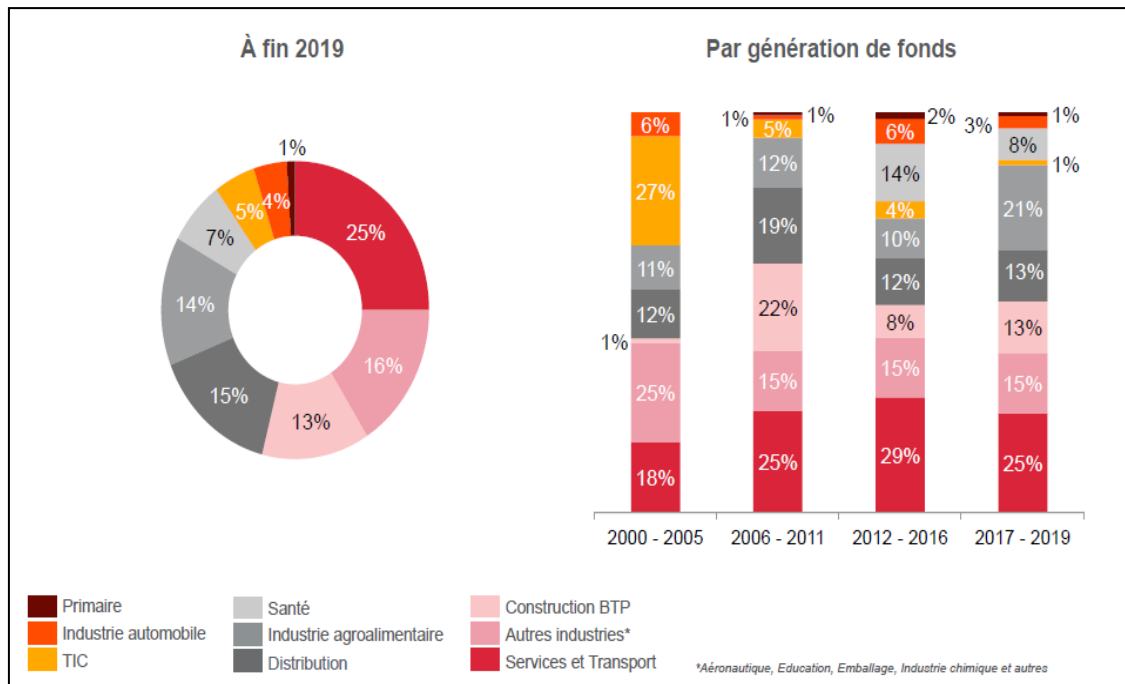
2.2.4. Répartition par secteur d'activité : essor des secteurs de services et transport

Dans sa définition restrictive, le capital investissement est fréquemment considéré comme une forme de financement, par le biais de fonds propres, destinés principalement aux jeunes entreprises innovantes désireuses de disposer de capitaux en vue de financer le développement de nouveaux produits et leur croissance au sein des domaines de la haute technologie.

Toutefois, le capital investissement est aussi un mode de financement de nouvelles activités dans des domaines existants ou plus classiques. Les données recueillies par l'AMIC révèlent que les opérations de financement par capital investissement concernent tous les secteurs confondus.

La figure 15 présente la répartition sectorielle du financement en capital investissement des entreprises marocaines pour la période allant de 2000 à 2019. Il convient de noter que la part du secteur des technologies d'information et de communication s'élève à 5 % en moyenne pour la période étudiée. Le secteur de service et transport représente à lui seul 25 % du total des investissements.

Figure 15 : La répartition des investissements par secteur d'activité entre 2000 et 2019

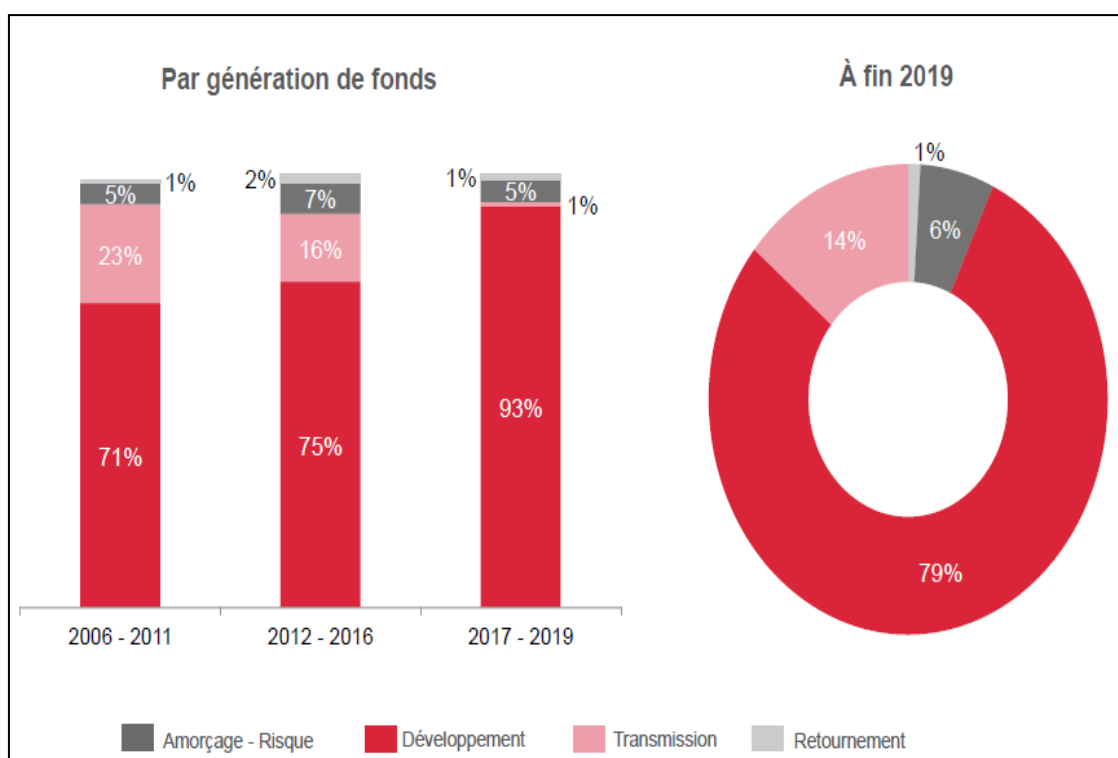


Source : AMIC (2020), Op Cit, P.14.

2.2.5. Répartition par stade d'intervention : rôle moteur des opérations de capital développement

Les évolutions dans les montants globaux de fonds levés et investis au Maroc se sont accompagnées de modifications importantes de la structure du marché. Plus précisément, la part des investissements consacrés au capital risque (de 27 % à la fin de 2010 à 6 % à la fin de 2019) et au capital-transmission (de 24 % à la fin de 2010 à 14 % à la fin de 2019) a accusé un recul au profit du capital développement (de 60 % à la fin de 2010 à 80 % à la fin de 2019). Il s'agit d'un mouvement très marqué puisque la part du capital risque et du capital développement dans le total des investissements représentent presque 90 % de l'activité sur le marché du capital investissement.

Figure 16 : La répartition des investissements par stade d'intervention entre 2006 et 2019



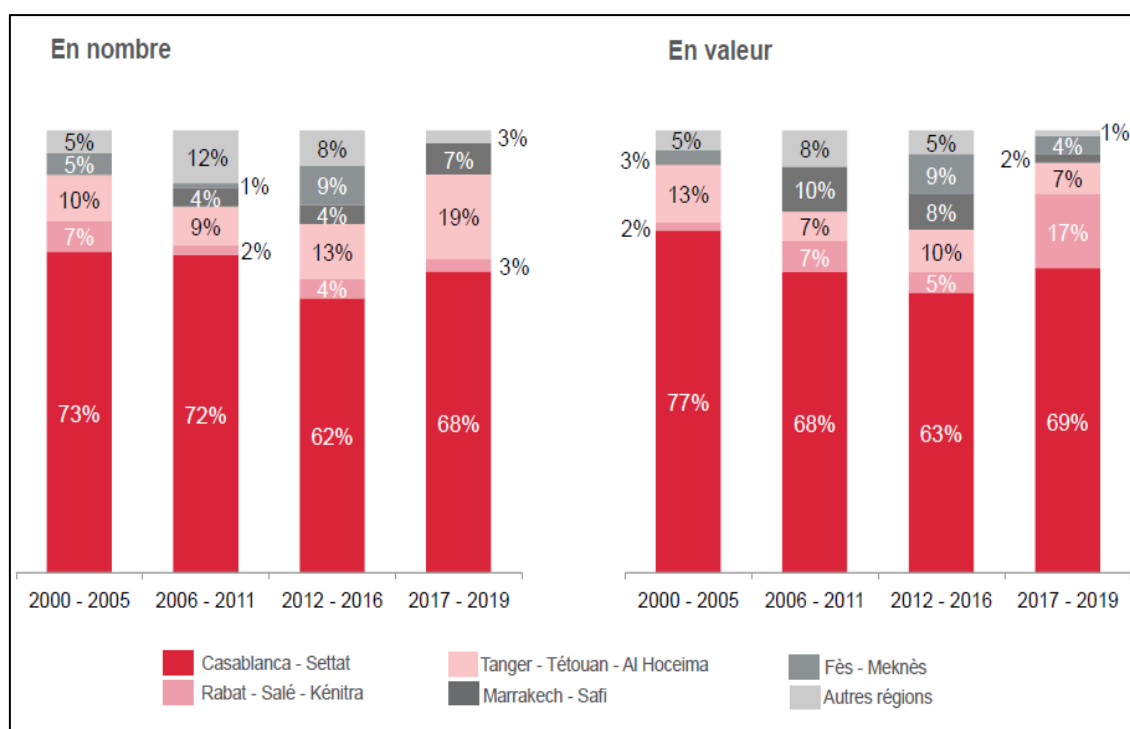
Source : AMIC (2020), Op Cit, P.16.

2.2.6. Répartition par zone géographique : une concentration des investissements sur la région de Casablanca-Settat

D'après le rapport de l'AMIC (2020), les investisseurs en capital marocains préfèrent investir sur la région de Casablanca-Settat. Plus de 70 % des entreprises financées sont de cette région.

Bien que la diversification géographique permette d'atténuer les effets éventuels d'une baisse d'un marché régional sur le portefeuille, elle renforce aussi le déséquilibre informationnel entre les investisseurs en capital et les entreprises.

Figure 17: La répartition géographique des investissements entre 2000 et 2019



Source : AMIC (2020), Op Cit, P.13.

2.2.7. Répartition par transaction : augmentation des transactions de grande taille

Généralement, la taille d'un fonds d'investissement en capital-investissement est appréciée en fonction de ses engagements. Il s'agit du capital effectivement apporté aux sociétés de gestion, même si celui-ci n'est pas entièrement libéré au moment de la création du fonds. Au Maroc, les fonds disponibles dans la base de données de l'AMIC sont regroupés en cinq classes en fonction de la taille des transactions⁷².

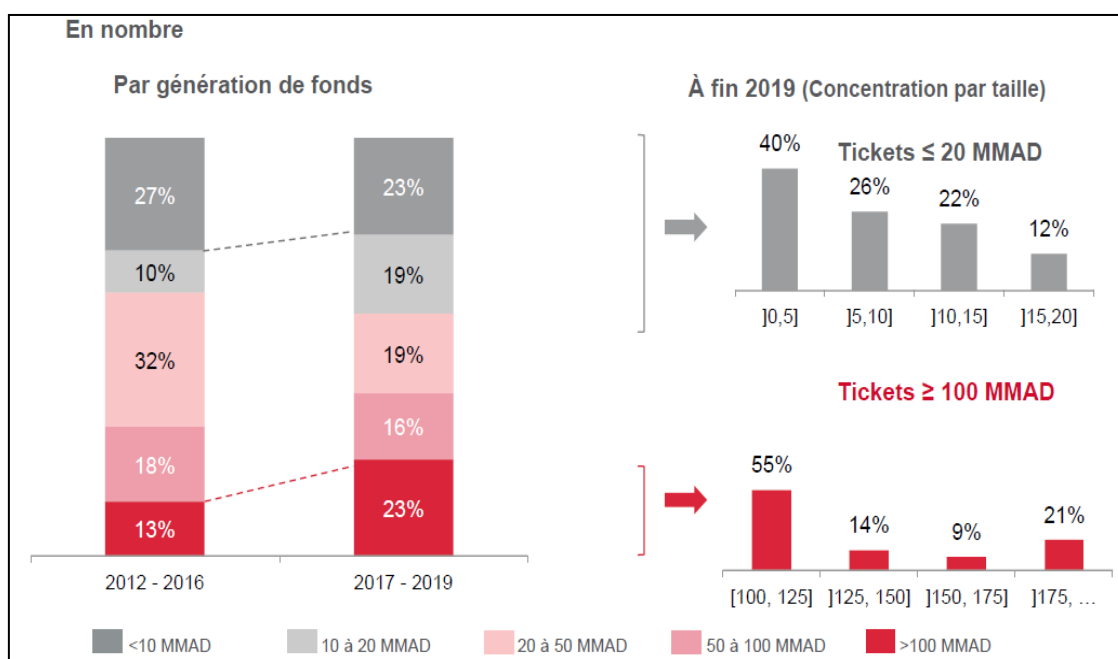
Le marché marocain du capital-investissement est marqué par une forte proportion de petites transactions, d'une part, et par une faible proportion de grandes transactions, d'autre part. Ces deux types de transactions représentent une part importante du volume total des investissements (environ 50 % des transactions à la fin de 2019). En général, nous assistons à

⁷² Selon l'AMIC, la taille des transactions est classée en 5 catégories :

- Transactions <10 MMAD
- Transactions de 10 à 20 MMAD
- Transactions de 20 à 50 MMAD
- Transactions de 50 à 100 MMAD
- Transactions >100 MMAD

une augmentation du nombre de transactions de plus de 100 MMAD entre les 3e et 4e générations des fonds (de 13 % à 23 %) ainsi que des transactions entre 10 et 20 MMAD (de 10 % à 19 %).

Figure 18 : La répartition des investissements par taille des transactions entre 2012 et 2019

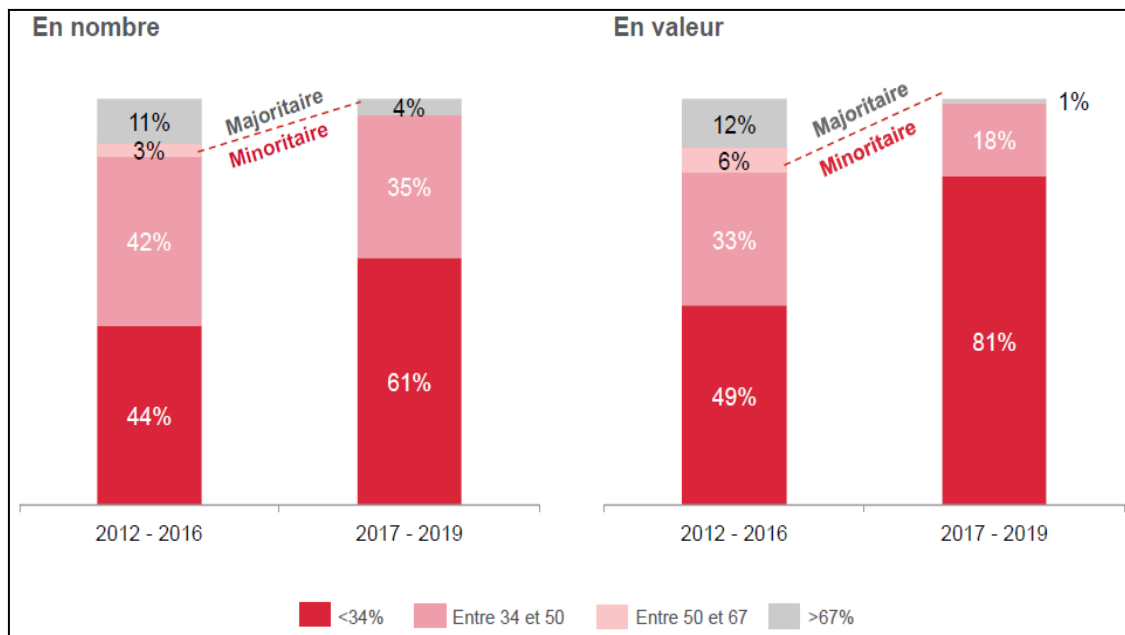


Source : AMIC (2020), Op Cit, P.17.

2.2.8. Répartition par tranche de capital acquise : prédominance des participations minoritaires

Sur le plan des participations, le capital investissement est considéré comme un investissement minoritaire. Cela est confirmé par les données du marché du capital investissement marocain. En effet, le marché marocain est dominé par les transactions de faible valeur (transactions < 10 MMAD) et les transactions de valeur moyenne (transactions entre 10 et 20 MMAD). Par conséquent, il existe un net déclin des transactions majoritaires au profit des transactions minoritaires, principalement celles inférieures à 34 % du capital acquis (83 % entre 2017 et 2019).

Figure 19 : La répartition des investissements par tranche de capital acquise entre 2012 et 2019



Source : AMIC (2020), Op Cit, P.17.

3. La sortie et la performance sur le marché marocain du capital investissement

L'objectif de tout investisseur en capital est de rentabiliser son investissement. Cette rentabilité détermine la performance au moment de la sortie.

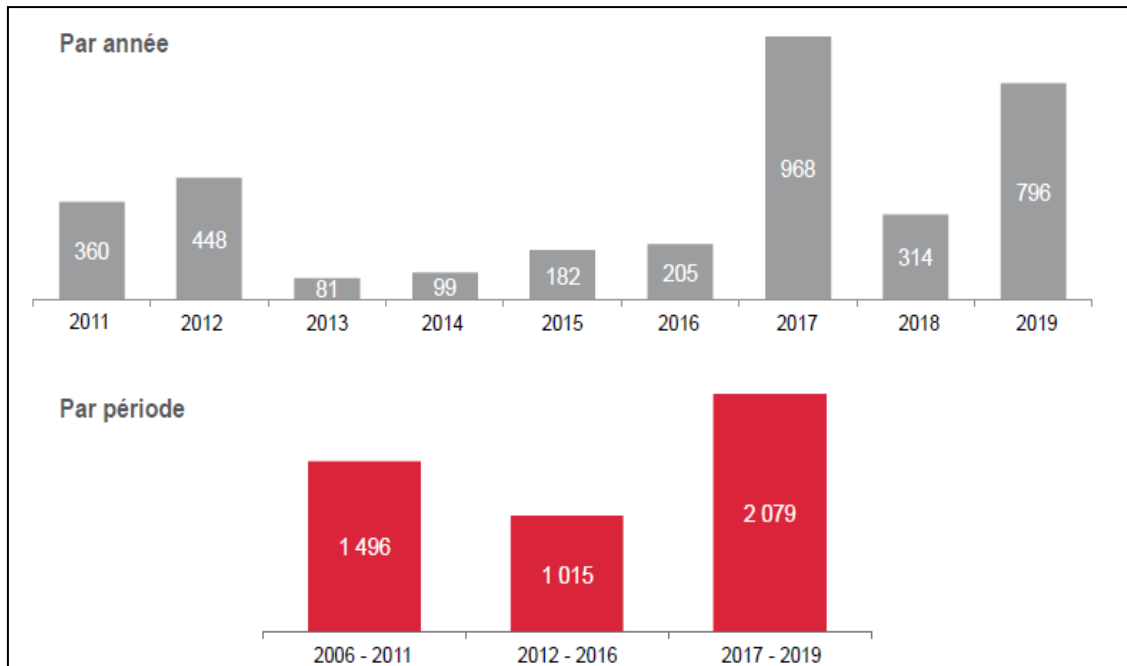
3.1. La dynamique des sorties

3.1.1. Une croissance des sorties après une période de baisse

Les fonds en capital-investissement sont appelés à se désinvestir à un horizon plus ou moins long des investissements qu'ils ont réalisés. La sortie est difficile dans le cas du manque d'une cotation sur le marché susceptible de fournir une liquidité aux titres détenus et donc de favoriser leurs ventes, même si des fonds secondaires apparaissent qui pourraient racheter les participations. La sortie la plus intéressante et la plus répandue est l'introduction en bourse. Celle-ci est envisageable quand les marchés financiers sont en mesure de prendre en charge des entreprises parfois de petite taille. La dynamique de sorties sur le marché marocain est en croissance malgré une baisse pendant la période entre 2012 et 2016. Nous

notons 11 actes de désinvestissement réalisés en 2019 pour un montant global s'élevant à 796 MMAD.

Figure 20 : Désinvestissement en valeur par année et par période (en MMAD)



Source : AMIC (2020), Op Cit, P.20.

3.1.2. Prédominance des sorties auprès des industriels et du marché secondaire

Il existe différents modes de sortie : la cession des parts aux cadres de l'entreprise ou aux dirigeants, à un industriel, à un autre financier ou à une autre société de capital investissement, la liquidation de l'entreprise et enfin l'IPO.

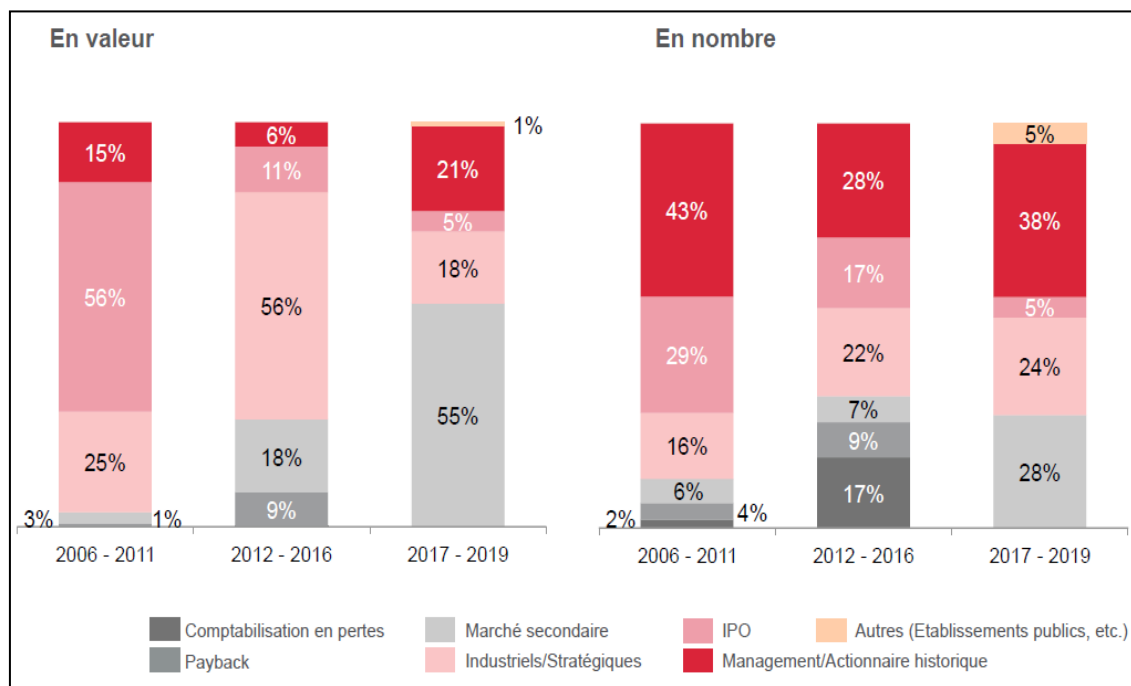
Sur le marché marocain du capital investissement, nous remarquons une concentration des sorties sur les deux modalités suivantes : la sortie auprès du marché secondaire⁷³ (55% entre 2017 et 2019) et la cession à des industriels (18% entre 2017 et 2019). À fin 2019, les

⁷³ Investir sur le marché secondaire consiste à acquérir des actifs déjà matures (<https://fonds-bpifrance.123-im.com/le-capital-investissement/>). Dernière consultation le 12/10/2021) :

- Soit des parts de fonds auprès d'investisseurs recherchant une liquidité avant le terme de leur investissement.
- Soit tout ou partie de portefeuilles d'entreprises déjà détenus par des fonds de capital investissement existants.

fonds ont réalisé 122 actes de désinvestissement⁷⁴. Les sorties auprès des industriels et du marché secondaire représentent 60% des montants désinvestis.

Figure 21 : Modes de désinvestissement entre 2006 et 2019



Source : AMIC (2020), Op Cit, P.21.

3.2. La performance des SCI : une disparité en fonction du stade de développement des entreprises investies

La rentabilité financière des investissements d'un fonds de capital investissement est généralement exprimée par le taux de rendement interne (TRI)⁷⁵. Le rendement des fonds les

⁷⁴ Le montant des désinvestissements correspond au montant des produits de cession (AMIC, 2020)

⁷⁵ Selon Bpifrance (<https://fonds-bpifrance.123-im.com/le-capital-investissement/>). Dernière consultation le 13/05/2021), « pour mesurer la performance du capital investissement, qui ne peut être valorisé directement par les cours de la bourse, on peut utiliser plusieurs méthodes dont le TRI ou les multiples DPI/RVPI/TVPI :

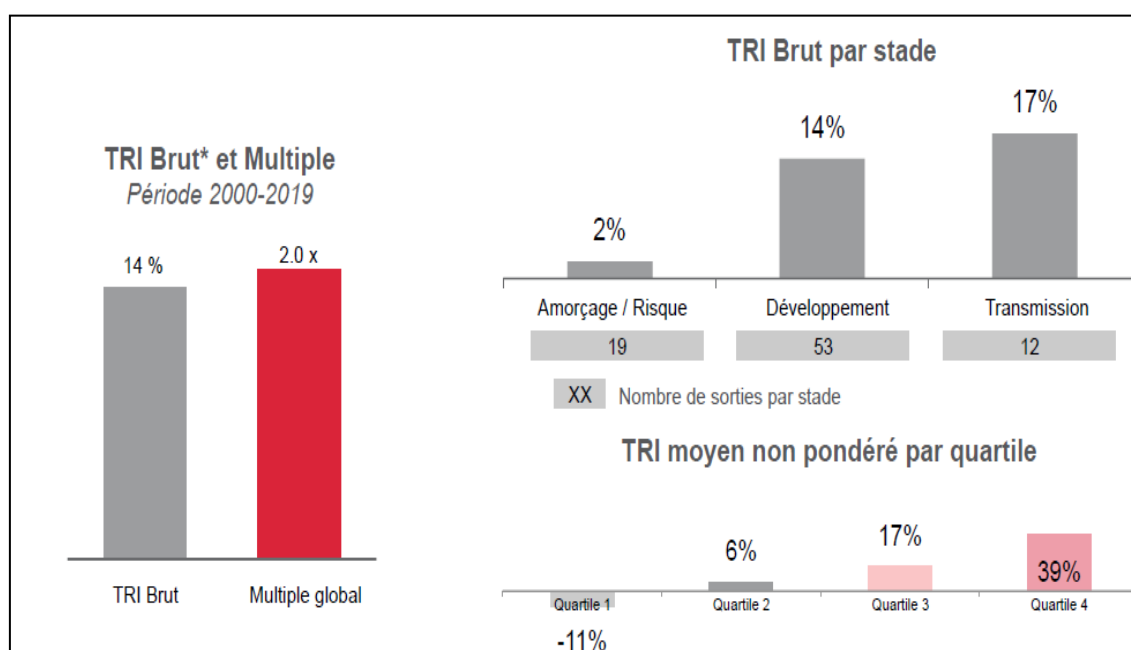
- Le TRI net est le TRI réalisé par un souscripteur sur son investissement dans un véhicule de capital-investissement. Il prend en compte les flux négatifs relatifs aux appels de fonds successifs et les flux positifs liés aux distributions ainsi qu'à la valeur liquidative des parts détenues dans le véhicule à la date du calcul. Le TRI net est net des frais supportés par le fonds et du carried interest (c.-à-d. intéressement correspondant à un pourcentage des plus-values réalisées par l'équipe de gestion du fonds
- DPI (Distribution To Paid-In) : cet indicateur consiste à diviser la distribution d'avoirs par les capitaux investis pour déterminer le taux de retour effectif,

plus performants peut être supérieur à 30%, alors que le TRI des moins performants est négatif et résulte d'opérations réalisées à perte, qui ne sont pas couvertes par la plus-value de cession.

Les fonds marocains affichent un TRI brut de 14% à la fin de 2019⁷⁶. L'analyse de la rentabilité des fonds par stade d'intervention fait apparaître une très grande variabilité des performances.

Il existe une surperformance relative des fonds spécialisés dans le stade de transmission avec un TRI brut de 17%. Les fonds spécialisés dans le capital d'amorçage et de création disposent d'un rendement le plus faible (TRI brut de 2%). Les fonds de développement, qui représentent la majorité des opérations de sorties (35 opérations de sorties sur 84 en 2019), ont une performance moyenne de 14%.

Figure 22 : La performance des désinvestissements entre 2000 et 2019



Source : AMIC (2020), Op Cit, P.21.

- *RVPI (Residual Value to Paid-In) : cet indicateur consiste à diviser la valeur estimative par les capitaux investis pour déterminer le taux de retour potentiel,*
- *TVPI (Total Value To Paid-In) : cet indicateur correspond à l'addition du DPI et du RVPI pour déterminer de la somme des taux de retour effectif et potentiel ».*

⁷⁶ La période d'étude de la moyenne est 2000 à 2019.

Section 2 : L'attractivité du Maroc pour le capital investissement

Le secteur du capital-investissement au Maroc a connu un essor considérable ces dernières années, en raison du dynamisme d'une économie en pleine évolution, qui fait face aux enjeux majeurs de la libéralisation et de la mondialisation des marchés.

Dans le but de bien cerner le développement de l'activité du capital investissement au Maroc, nous consacrerons cette section à l'attractivité du Maroc pour le capital investissement.

1. Indice d'attractivité du capital investissement et capital-risque

1.1. Méthode de calcul de l'indice

Groh et al (2011) élaborent chaque année un indice mondial d'attractivité des pays pour le capital-investissement et le capital-risque⁷⁷. Selon eux, l'indice d'attractivité du capital-investissement et du capital-risque se fonde sur six facteurs principaux⁷⁸, à savoir :

- L'activité économique ;
- La profondeur du marché des capitaux ;
- L'imposition ;
- La protection d'investisseurs et de gouvernance d'entreprise ;
- L'environnement social et humain ;
- La culture entrepreneuriale et les opportunités d'affaires.

1.2. Attribution des pondérations

Selon Sridi (2015), une fois que les données sont rassemblées, des pondérations égales sont attribuées à toutes les séries de données. Les pondérations attribuées à chaque facteur dépendent du nombre de ses sous-catégories. On compte vingt-deux sous-catégories pour les

⁷⁷ Afin de prendre en compte les différences entre les deux segments de marché capital investissement et du capital-risque, ces auteurs ont proposé trois indices reliés. Le premier combine les deux segments, le second représente le niveau de capital-risque et le troisième celui du capital investissement (Sridi, 2015).

⁷⁸ Ces six facteurs se subdivisent eux-mêmes en sous-catégories. Par exemple, le deuxième facteur « Profondeur des marchés du capitaux » est subdivisé en sept sous-catégories :

- La taille du marché boursier
- La liquidité du marché boursier
- L'activité du marché des offres publiques d'achat (OPA)
- L'activité du marché des Fusions Acquisitions
- Les dettes et le marché du crédit
- Les ratios des prêts passés aux profits et pertes sur total des prêts
- La sophistication du marché financier

six facteurs. À titre d'exemple, on attribue une pondération de sept sur vingt-deux pour le deuxième facteur « *Profondeur du marché des capitaux* » qui compte sept sous-catégories. Cette pondération permettra de réduire l'effet des données aberrantes.

2. Positionnement du Maroc selon l'indice global d'attractivité du capital investissement

La présentation des tableaux et figures ci-dessous apporte une vision globale du positionnement du Maroc sur la scène régionale et internationale en matière d'attractivité du capital investissement. En premier lieu, nous détaillerons les sous-catégories des facteurs clés de l'indice d'attractivité pour le cas du Maroc en 2021. Deuxièmement, nous exposerons la trajectoire du classement de 2017 à 2021 en fonction de cet indice. Et en dernier lieu, nous nous concentrerons sur le positionnement du Maroc par rapport aux autres pays africains similaires en termes d'attractivité du capital-risque et du capital-investissement.

2.1. L'attractivité du Maroc pour les investissements en capital en 2021

Le tableau suivant présente en détail les six facteurs clés d'attractivité du capital investissement avec leurs sous-catégories respectives en 2021 :

Tableau 4 : Détails des six facteurs clés d'attractivité du capital investissement

Les sous-catégories		Score	Rang
1. Activité économique		72.4	61
1.1.	Taille de l'économie (PIB)	43.4	58
1.2.	Croissance prévue du PIB réel	101.0	60
1.3.	Chômage	86.4	89
2. Profondeur du marché des capitaux		52.5	57
2.1.	Taille et liquidité du marché boursier	58	58
2.2.	Volume total des transactions	71.5	51
2.3.	Activité du marché des OPA	16.9	62
2.4.	Marché des fusions et acquisitions	41.1	60
2.5.	Dette et marché du crédit	79	47
2.6.	Prêts non performants des banques	92	75
3. Imposition		101.2	29
3.1.	Incitations fiscales et fardeau administratif	101.2	29
4. Protection des investisseurs et gouvernance d'entreprise		69.5	52
4.1.	Qualité de la gouvernance d'entreprise	58.5	85
4.2.	Sécurité des droits de propriété	83.6	42
4.3.	Qualité de l'application de la loi	68.6	51
5. Environnement humain et social		28.6	77
5.1.	Éducation et capital humain	7.3	85
5.2.	Réglementation du travail	64	74
5.3.	Corruption	50	69
6. Opportunités entrepreneuriales		52.1	55
6.1.	Innovation	32.5	72
6.2.	Articles de revues scientifiques et techniques	53	54
6.3.	Charges liées à la création et à la gestion d'une entreprise	103.7	31
6.4.	Facilité de liquidation d'une entreprise	53.3	96
6.5.	Recherche et développement des entreprises	40.1	41

Source : Tableau adapté des informations recueillies du site blog.iese.edu/vcpeindex/⁷⁹.

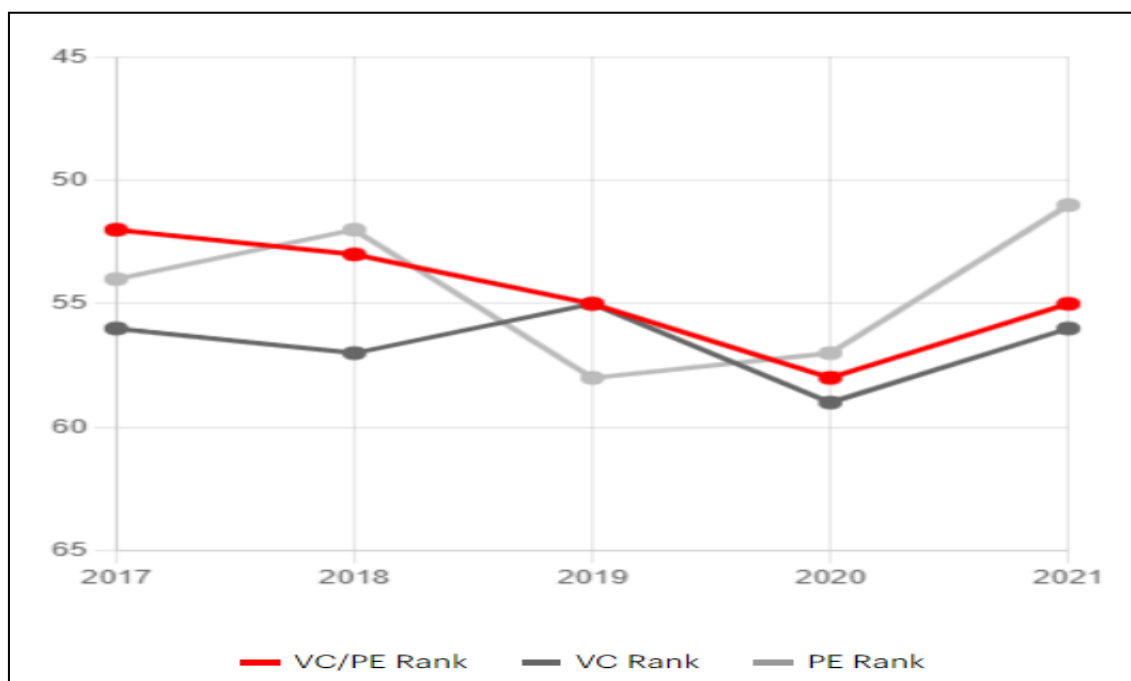
⁷⁹ <https://blog.iese.edu/vcpeindex/morocco/>. Dernière consultation le 12/09/2021.

Il ressort des scores réalisés par le Maroc (tableau 4) que plusieurs problèmes socio-économiques continuent de ralentir la croissance du secteur du capital investissement, principalement l'environnement humain et social (le score le plus faible sur l'ensemble de six sous catégories), opportunités entrepreneuriales (surtout l'innovation avec un score de 32.5) et la profondeur du marché des capitaux (en raison de la taille et la liquidité du marché boursier et l'activité du marché des OPA avec des scores respectivement de 58 et 16.9). La mauvaise gouvernance, la corruption, la faiblesse du marché des capitaux et du niveau de l'éducation restent des obstacles majeurs au développement de l'activité de capital-investissement au Maroc.

2.2. Évolution de l'attractivité du Maroc pour le capital investissement sur la période 2017-2021

La figure suivante représente l'évolution de l'attractivité du Maroc pour le capital investissement selon les trois indices proposé par Groh et al (2011) :

Figure 23 : L'évolution de l'attractivité du Maroc pour capital investissement entre 2017-2021



Source: The Venture Capital & Private Equity Country Attractiveness Index 2021⁸⁰.

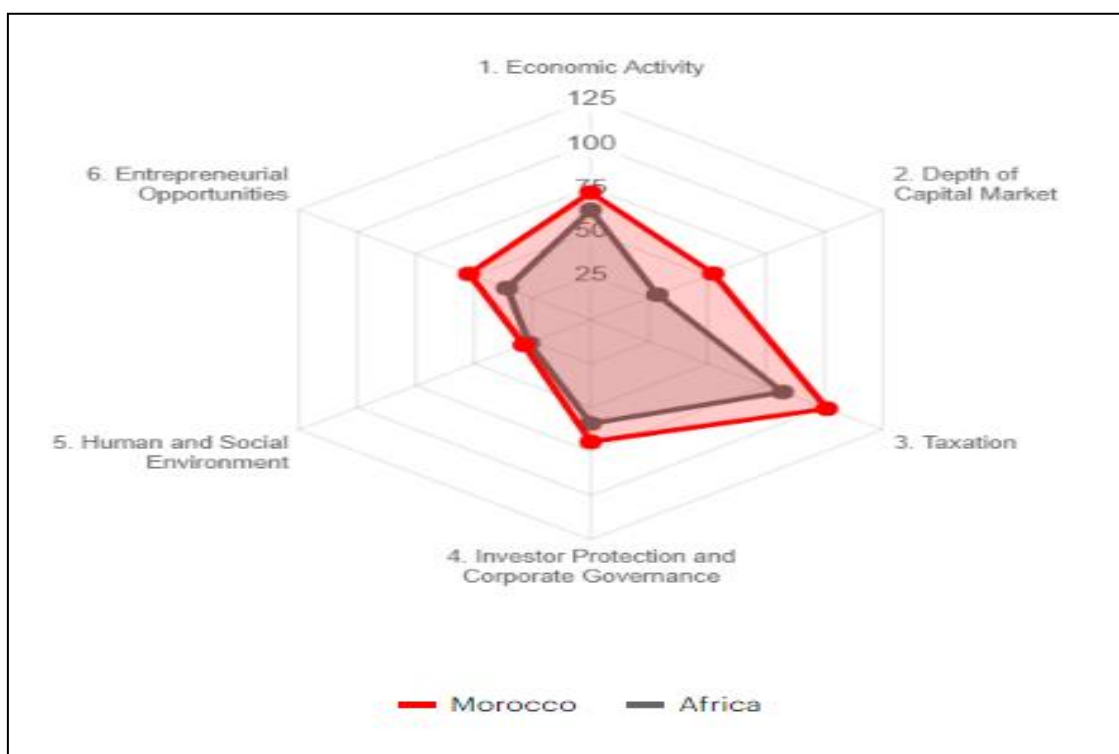
⁸⁰ <https://blog.iese.edu/vcpeindex/morocco/>. Dernière consultation le 12/09/2021.

Entre 2017 et 2020, le Maroc a connu une baisse significative de l'attractivité du capital-risque et du capital-investissement. Cela est dû, en partie, à la baisse des investissements étrangers⁸¹. Cependant, entre 2020 et 2021, nous constatons une évolution positive de l'indice d'attractivité globale en gagnant trois places sur l'échelle mondiale en termes d'attractivité du capital-risque et du capital-investissement.

3. Le positionnement du Maroc par rapport aux autres pays africains similaires

La figure n° 24 présente le positionnement du Maroc par rapport aux autres pays africains en termes d'attractivité du capital-risque et du capital-investissement :

Figure 24 : Comparaison du Maroc aux autres pays africains



Source : *The Venture Capital & Private Equity Country Attractiveness Index 2021*⁸².

Le tableau n° 5 présente le positionnement du Maroc par rapport aux autres pays africains similaires en termes d'attractivité du capital-risque et du capital-investissement :

⁸¹ À noter que la majorité des investisseurs au Maroc sont étrangers. 68 % des levées pour la 4e génération de fonds (2017-2020) proviennent de capitaux étrangers dont 56% apportés par des organismes de développement internationaux (AMIC, 2021).

⁸² <https://blog.iese.edu/vcpeindex/morocco/>. Dernière consultation le 14/09/2021.

Tableau 5 : Comparaison du Maroc aux autres pays africains similaires

Pays Indicateurs		<i>Afrique du Sud</i>	<i>Égypte</i>	<i>Maroc</i>	<i>Tunisie</i>	<i>Île Maurice</i>	<i>Nigéria</i>	<i>Ghana</i>
Indice global d'attractivité	Score	60.3	54.2	54.0	50.7	47.8	46.7	45.3
	Rang	40	53	55	63	70	74	75
Activité économique		85.5	81.2	72.4	60.1	85.1	70.5	71.2
Profondeur du marché des capitaux		72.4	65.2	52.5	47.0	56.1	53.4	39.5
Imposition		104.7	80.5	101.2	102.0	96.4	64.3	84.3
Protection des investisseurs et gouvernance d'entreprise		75.1	56.8	69.5	64.5	90.4	57.6	64.5
Environnement humain et social		30.4	24.8	28.6	26.9	16.9	20.4	28.1
Opportunités entrepreneuriales		58.5	94.1	52.1	55.0	39.0	42.1	38.8

Source: The Venture Capital & Private Equity Country Attractiveness Index 2021⁸³.

Le Maroc a maintenu sa position en termes d'attractivité pour les investissements en capital, malgré la baisse enregistrée entre 2017 et 2020. Ainsi, la croissance économique et la mise en place de nouveaux cadres juridiques et fiscaux pour les SIC constituent un véritable levier pour la dynamique du marché marocain du capital investissement. Par rapport aux autres pays africains, le Maroc se positionne derrière l'Afrique du Sud (longtemps leader en Afrique) et l'Égypte, mais devant la Tunisie, l'Île Maurice, le Nigéria et le Ghana. Ces pays sont les principaux rivaux du Maroc et ont des économies similaires.

⁸³ <https://blog.iese.edu/vcpeindex/morocco/>. Dernière consultation le 14/09/2021.

Conclusion chapitre II

Les investisseurs sont attentifs aux économies en croissance et aux opportunités qui se présentent sur le marché du capital-investissement. Ils analysent les opportunités et les contraintes d'investissement au niveau de chaque pays. C'est dans ce sens que le marché du capital investissement marocain constitue l'un des marchés africains les plus dynamiques.

Dans ce troisième chapitre, nous avons présenté l'état des lieux du marché marocain du capital investissement. Pour ce faire, nous avons mis en évidence les principales caractéristiques de ce marché en termes d'investissement, de levées de fonds et de désinvestissement. Nous avons également analysé les différentes répartitions de ces investissements en fonction de la nature des fonds, du stade de développement des entreprises investies, des secteurs d'activités, de la tranche du capital acquise, du montant de la transaction et de la performance.

La présente analyse nous a amenés par la suite à mettre en évidence le degré d'attractivité du marché marocain du capital investissement. Pour y parvenir, à partir des données fournies par l'« indice d'attractivité du capital investissement et du capital risque », nous avons dressé un bilan des performances réalisées par le Maroc en matière d'attractivité du capital investissement et capital-risque. Sur la base de ces performances, nous avons comparé le positionnement du Maroc avec d'autres pays africains similaires.

Chapitre III :

Les enjeux du modèle de financement par capital investissement

Les enjeux du modèle de financement par capital investissement sont considérables non seulement sur le plan économique et financier, mais aussi sur le plan stratégique et humain. À ce sujet, la littérature est partagée et ce thème fait l'objet d'un débat captivant. D'une part, des études soutiennent que la capacité des sociétés de capital-investissement à gérer des relations complexes avec les entreprises financées et les investisseurs et à optimiser les ressources financières pour favoriser le développement des entreprises, contribuent à la création de valeur sur le plan macroéconomique et microéconomique. Cette argumentation repose sur deux fondements. Le premier a trait à l'accroissement de la compétitivité des entreprises résultant de la convergence des intérêts des investisseurs, des fonds et des entreprises. Le deuxième fondement repose sur l'optimisation de la croissance interne des sociétés qui est analysé au sens du Mercer Management Consulting (2005) comme étant la résultante de l'optimisation de quatre axes que sont la gestion de la technologie, le développement de compétences clés, le rythme de l'innovation et la communication stratégique. D'autre part, d'autres études affirment que le niveau d'endettement des sociétés sous LBO entraînera une baisse de leur compétitivité puisque celui-ci limitera leurs investissements, notamment dans de nouveaux projets de recherche et développement, suppression des emplois, une méfiance et une crise systématique.

Afin de départager la littérature et de déterminer l'impact réel du capital investissement sur le plan macroéconomique et microéconomique, nous examinons les résultats de plusieurs études théoriques et empiriques. Dans une première section, nous montrerons les atouts du modèle de financement par capital-investissement, dans une deuxième section, nous analyserons les limites de ce modèle.

Section 1 : Les apports du modèle de financement par capital investissement

Les recherches antérieures sur les relations des sociétés de capital-investissement avec les entreprises de leur portefeuille révèlent comment les investissements en capital contribuent à la création de valeur dans l'économie réelle. En effet, parallèlement à l'évolution des situations économiques, les caractéristiques des fonds de capital-investissement, de la gestion des fonds, les investissements ont varié au fil du temps, ce qui a, en retour, affecté la structure du capital, la conception des incitations à la gestion et la gouvernance d'entreprise des sociétés de leur portefeuille. Il en résulte des effets positifs tant macroéconomiques que microéconomiques.

Dans cette dernière sous-section, nous analyserons les apports les plus importants du capital-investissement.

1. Le capital investissement : un intermédiaire et un investisseur financier à long terme

La première et plus manifeste contribution des sociétés de capital-investissement est leur rôle en tant qu'intermédiaires financiers. Les intermédiaires financiers les plus courants sont les banques, les compagnies d'assurance, les fonds de pension, les sociétés de crédit-bail, les fonds de capital-investissement et les sociétés de microcrédit. Les intermédiaires financiers apparaissent généralement lorsque le marché n'est pas parfait et que l'information n'est pas complète. Comme le marché n'est pas parfait, il peut y avoir des coûts de transaction importants pour les parties prêteuses et emprunteuses ; les intermédiaires financiers, en se spécialisant dans l'activité de réaffectation du capital, peuvent mieux répondre aux besoins spécifiques de chaque partie, réduire les coûts de transactions en capital et augmenter les rendements pour les investisseurs (Gorton et Winton, 2003). En raison de leurs fréquentes interventions sur le marché des capitaux, les intermédiaires financiers disposent également plus d'informations par rapport aux investisseurs finaux (Diamond, 1984). Par conséquent, ils peuvent transférer et partager les risques entre les différentes parties (Merton, 1987)⁸⁴.

⁸⁴ Admati et Pfleiderer (1994) ont souligné que c'est généralement en raison de leurs avantages en matière d'information que les fonds de capital-investissement sont utilisés pour gérer le capital pour leurs investisseurs (Wang, 2015).

En tant qu'intermédiaire entre les investisseurs à moyen et long terme et les entreprises qui ont besoin de capital, les sociétés de capital investissement gèrent le processus de financement par des opérations de sélection, d'investissement, de suivi et de sortie. Il existe également des agents et des intermédiaires financiers qui collaborent avec des fonds de capital-investissement en leur fournissant des ressources financières, des services et des informations. Les banques sont des partenaires stratégiques des sociétés de capital-investissement, car elles peuvent à la fois fournir des informations sur les entreprises et les sources de financement aux sociétés de capital-investissement et profiter de leur participation pour vendre des produits financiers à des entreprises investies, telles que des prêts, des prises de titres, des fusions et des acquisitions et des services de conseil. D'autres parties, telles que les cabinets d'avocats, les sociétés de conseil et les instituts de crédit, peuvent également aider les sociétés de capital-investissement dans la recherche de partenaires, le conseil aux entreprises, la vérification des informations, la diligence et la gestion financière après investissement (Wang, 2015).

2. Le capital investissement : Orientations stratégiques et assistance à la gestion

Les sociétés de capital investissement sont des investisseurs actifs qui apportent non seulement des moyens financiers, mais aussi des méthodes de gestion plus rationnelles et une plus grande capacité de transfert de connaissances aux entreprises investies (Barry, 1994 ; Bottazzi et al., 2008 ; Lerner, 1995). La participation à la gestion et le rôle en matière de conseil des sociétés de capital-investissement sont assurés pendant la phase de contrôle, et principalement, par le conseil d'administration (Cornelli et Karakas, 2008). Dans une étude réalisée par McKinsey & Company (2008), parmi les valeurs ajoutées que les sociétés de capital-investissement apportent aux entreprises investies, l'élaboration d'une stratégie d'entreprise compétitive a été jugée la plus importante (81%), suivie par l'amélioration des opérations (72%) et l'exécution d'une stratégie de sortie réussie (71%). Alors que le conseil stratégique est considéré comme l'une des contributions les plus importantes des sociétés de capital-investissement, il n'existe pas de stratégie universelle pour toutes les entreprises. Pour chaque entreprise investie, une société de capital-investissement doit développer une approche créative et adaptée aux besoins spécifiques de l'entreprise afin de générer la valeur la plus élevée pour l'entreprise et pour ses propres investisseurs.

Une étude de la société de conseil en gestion AT Kearney (2007) a résumé qu'il existe principalement trois types de stratégie que les investisseurs en capital-investissement combinent et mettent en œuvre avec les entreprises dans lesquelles ils investissent. Le premier type de stratégie vise à améliorer les performances commerciales globales de l'entreprise. Pour atteindre cet objectif, le fonds de capital-investissement aide l'entreprise à optimiser la structure de financement, à restructurer les actifs et le fonds de roulement de l'entreprise, à améliorer l'efficacité opérationnelle, à rationaliser les frais généraux et administratifs, à mieux gérer l'approvisionnement et les stocks et à mieux organiser la production. Le deuxième type de stratégies vise à se recentrer sur le cœur de métier d'une entreprise et à réduire la complexité de ses activités existantes. Ces stratégies comprennent l'externalisation des processus à faible valeur ajoutée, la cession ou la séparation des activités à faible rentabilité, et l'intégration ou la coopération avec d'autres entreprises pour créer une plus grande synergie. Elles sont fréquemment utilisées dans les investissements de rachat afin de simplifier les opérations dysfonctionnelles de l'entreprise et de se concentrer sur les compétences en matière de création de valeur. Le troisième type de stratégies consiste à apporter des compléments à l'entreprise existante et à poursuivre la croissance externe. Les exécutions typiques de ce type de stratégies visent généralement les fusions et acquisitions, les alliances stratégiques, les partenariats, les collaborations en matière de R&D et les stratégies de diversification.

Les entreprises financées par des fonds de capital-investissement mettent souvent en œuvre une réorientation stratégique de l'organisation, comme les décisions de sous-traitance, la rationalisation des opérations nécessitant une gestion de la complexité, la concentration de la clientèle cible et la normalisation des produits. À court terme, les réorientations et réorganisations stratégiques peuvent entraîner une croissance interne substantielle en éliminant les goulets d'étranglement ou en évaluant et en améliorant systématiquement les performances des ventes et du marketing. À moyen terme, les entreprises se développent en renforçant leur part de marché, en se concentrant sur l'amélioration de leurs structures organisationnelles et en consacrant une importance stratégique et des ressources financières plus importantes à la R&D. La stratégie d'apport des compléments pourrait être particulièrement importante et efficace en termes de croissance externe, d'expansion géographique et de création de nouveaux produits. Elle améliore les marges bénéficiaires des entreprises en renforçant leur position concurrentielle et en exploitant les effets d'échelle dans les opérations internes. Elle crée généralement plus de possibilités d'emploi que les deux autres stratégies. Normalement, les meilleurs plans stratégiques de création de valeur sont ceux qui combinent

plusieurs stratégies. L'investisseur en capital aide l'entreprise à identifier les stratégies appropriées et la bonne combinaison de leviers de valeur à appliquer, en fonction de la situation spécifique de chaque entreprise et de son environnement de marché. Entre-temps, une fois définie, la mise en œuvre de ces différents types de stratégies exige une cohérence d'exécution, une pression mesurée et un calendrier à moyen et long terme, afin de produire des résultats positifs.

Lorsqu'un fonds de capital investissement investit dans une entreprise, il ne se contente pas de fournir des ressources financières à l'entreprise, mais soutient également la qualité de l'équipe de direction et son plan d'affaires pour la croissance future. Des appréciations correctes sur la qualité et la capacité de la direction à exécuter le plan d'affaires initialement conçu font partie des décisions les plus importantes que prennent les sociétés de capital-investissement. Si l'entreprise a besoin de changements nécessaires, pour être plus efficace, les investisseurs en capital investissement modifieront fermement la composition de l'équipe de direction et mettront en place des personnes plus compétentes. Comme le montre l'étude d'A.T. Kearney (2007), pour près de 75% des échantillons d'opérations aux États-Unis et en Europe, des changements importants ont été apportés à la direction générale après l'introduction des investisseurs en capital investissement. Parallèlement, les partenaires de capital-investissement et les directeurs d'investissement ont généralement une solide expérience opérationnelle, de gestion ou de finance d'entreprise, et disposent de réseaux professionnels et personnels précieux issus de leur expérience professionnelle passée. Ils peuvent donc introduire des ressources et des liens commerciaux précieux dans la gestion de l'entreprise investie. Lorsqu'elles choisissent des investissements, de nombreuses sociétés de capital-investissement cherchent également à créer une synergie entre les entreprises de leur portefeuille. Parfois, elles investiront dans des entreprises occupant des positions complémentaires dans la même chaîne de production, ou dans des entreprises qui peuvent combiner leurs ressources ou leurs services pour améliorer les performances de l'entreprise. Ces caractéristiques et capacités permettent aux sociétés de capital-investissement de mieux juger l'équipe de direction de l'entreprise et son plan d'affaires, d'introduire un réseau professionnel précieux et une expertise sectorielle, de trouver les meilleurs candidats pour remplacer certains postes clés et de renforcer les compétences et l'efficacité de l'équipe de direction de l'entreprise.

Le tableau suivant présente un aperçu des diverses contributions des investisseurs en capital.

Tableau 6 : Typologie des apports d'un capital investisseur

Domaine	Apports
Finance	– l'obtention de nouvelles ressources financières (dettes...); – l'organisation d'un nouveau tour de financement avec d'autres financiers ; – la politique de minimisation du coût du capital ; – la structuration de la fonction financière ;
Marketing	– la redéfinition de la stratégie commerciale de l'entreprise ; – le développement des produits actuels ; – la recherche de nouveaux marchés pour l'entreprise ; – la recherche de nouveaux distributeurs ; – le management par la valeur ;
Gestion des ressources humaines	– le recrutement de nouveaux cadres (directeur financier, contrôleur de gestion...); – le remplacement éventuel de membres de l'équipe managériale ; – la mise en place de nouvelles politiques de rémunération ;
Systèmes d'information comptables	– l'établissement de reporting ; – le développement de budgets ; – la mise en place de nouvelles méthodes d'informations ;
Production	– la réalisation de nouveaux produits ; – le développement de nouvelles méthodes de production ; – l'optimisation de recherche et développement ; – l'émergence de nouveaux fournisseurs ;
Organisation et pilotage	– la formulation de la stratégie ; – la mise en place de nouveaux objectifs.

Source : Stéphanie (2003). La relation capital-risque/PME : fondements et pratiques », Éd. De Boeck, Bruxelles, P.166.

3. Capital-investissement et innovation

Notre analyse de la littérature existante montre que le capital-investissement soutient l'innovation dans les entreprises qu'il soutient. Outre le financement de la R&D, il aide également les entreprises à hiérarchiser leurs efforts d'innovation, par exemple en les

concentrant dans les domaines où elles sont les plus performantes. Ces activités réduisent les risques financiers, améliorent le taux de découverte et augmentent la pertinence de l'innovation pour l'économie - par exemple, en s'assurant que le nouveau produit est pertinent pour le marché.

3.1. Les secteurs de l'économie qui bénéficient du capital investissement génèrent plus de brevets

Comme le montre l'étude d'Economics (2013), quatre des cinq premiers secteurs soutenus par des investissements de capitaux figurent dans la liste des dix premiers secteurs innovants (tels que mesurés par les brevets délivrés). Il s'agit notamment des secteurs suivants : les sciences de la vie (produits pharmaceutiques, technologie médicale, chimie fine organique), les services aux entreprises et les services industriels (manutention de marchandises, génie civil), les télécommunications (technologie informatique, machines électriques) et les produits commerciaux et industriels (éléments mécaniques, technologie informatique).

3.2. Les entreprises financées par capital-investissement sont plus innovantes

L'implication du capital-investissement conduit à une plus grande innovation de la part des entreprises financées. Généralement, l'innovation est mesurée par le nombre de brevets délivrés par les entreprises. La relation entre les brevets et la croissance économique n'est pas claire et les régimes de brevets ne sont pas un facteur déterminant de la croissance. Toutefois, la grande majorité des innovations de nouveaux produits sont brevetées, ce qui fait des brevets un indicateur efficace de l'activité d'innovation⁸⁵.

La première explication de la relation entre le capital investissement et l'innovation est une étude de Popov et Roosenboom (2009), qui examine les investissements en capital en Europe entre 1991 et 2004. Il en ressort que si les investissements en capital représentent 8% des dépenses industrielles globales, les entreprises financées par des fonds de capital-investissement représentent jusqu'à 12 % de l'innovation industrielle. Cela s'explique par le fait que les investissements en R&D des entreprises financées par des fonds de capital investissement sont plus efficaces que ceux des entreprises non financées par des fonds de capital investissement. Leurs estimations montrent qu'un financement par capital investissement peut être jusqu'à neuf fois plus efficace qu'un financement hors capital

⁸⁵ Voir, par exemple, Popov et Roosenboom (2009) pour les résultats européens et Mollica et Zingales (2007) pour les résultats américains.

investissement pour la réalisation d'innovations, comme le montrent les brevets délivrés. L'ampleur de cet impact varie selon les secteurs, le secteur de la biotechnologie ayant l'impact le plus fort.

La conclusion de Popov et Roosenboom est soutenue par Mollica et Zingales (2007). Ils explorent le sens de la causalité en utilisant des données provenant de 23 565 entreprises américaines financées par capital investissement. Leurs résultats confirment que les investissements en capital (en particulier de capital-risque) entraînent une augmentation de l'innovation, plutôt que l'inverse (à savoir l'argument selon lequel le capital-investisseur sélectionne des entreprises plus innovantes). Nous pouvons donc considérer que, lorsque les entreprises ont des difficultés à accéder au financement, même si les SCI ne font que sélectionner des entreprises plus innovantes, l'apport de fonds pour soutenir ces efforts est une contribution précieuse à l'innovation (Economics, 2013).

3.3. Les entreprises financées par capital investissement produisent des innovations plus pertinentes

D'autres recherches indiquent que les innovations fournies par les entreprises financées par des fonds de capital investissement sont plus importantes sur le plan économique.

Par exemple, Lerner et al (2011), qui ont examiné 495 opérations de LBO dans le monde entre 1980 et 2005, constatent que les brevets déposés aux États-Unis et qui sont créés par des sociétés financées par des fonds de capital investissement ont tendance à être économiquement plus pertinents, comme le montre le nombre de citations de ces brevets⁸⁶. Ils constatent qu'en moyenne, les citations de brevets passent de 1,99 fois avant la participation du capital investissement à 2,49 après la participation (Economics, 2013).

3.4. Le capital investissement renforce l'efficacité de l'effort d'innovation

Un certain nombre d'études soulignent le fait que les sociétés de capital-investissement aident les sociétés de portefeuille à concentrer leurs efforts d'innovation en introduisant des critères tels que la probabilité de succès et la valeur économique de l'innovation potentielle.

Par exemple, dans leur étude en 2011, Lerner, Sorensen et Stromberg ont examiné 495 LBO dans le monde entre 1980 et 2005, et ont constaté qu'après l'investissement, la priorité a été donnée aux brevets dans les entreprises en matière d'innovation.

⁸⁶ Le nombre de citations d'un brevet est une mesure approximative de sa valeur économique. Pour plus de détails, se référer à l'étude de Griliches (1990).

C'est important, car cela signifie que l'investissement initial dans la R&D et l'innovation par le capital-investissement a plus de chances de produire des résultats positifs, de générer un rendement et une valeur économique. Par conséquent, le capital-investissement semble être associé à un recentrage bénéfique des efforts des entreprises pour accroître l'innovation.

Les investisseurs en capital fournissent également un soutien en matière de gouvernance d'entreprise et une expertise commerciale pour améliorer les efforts d'innovation des entreprises. Un certain nombre d'études soulignent l'impact du capital-investissement sur l'amélioration de la gouvernance d'entreprise, par exemple la systématisation des efforts d'innovation et l'amélioration de la gestion du processus d'innovation (Economics, 2013). Parmi celles-ci, nous citons l'étude de Bloom et al. (2009), ces derniers ont utilisé des données provenant de 4 000 entreprises manufacturières de taille moyenne en Asie, en Europe et aux États-Unis. Bruining et al. (2013) quant à eux ont utilisé les résultats d'une enquête portant sur 108 LBO aux Pays-Bas. Acharya et al. (2013) ont, par ailleurs, utilisé des données qualitatives provenant de 20 entretiens avec des présidents-directeurs généraux (PDG) au Royaume-Uni, et Meuleman et al. (2009) ont utilisé des données provenant de 238 LBO financés par des fonds de capital investissement au Royaume-Uni (Economics, 2013).

3.5. Le capital investissement soutient les nouvelles entreprises innovantes

Les jeunes entreprises ont tendance à être plus innovantes que les entreprises plus anciennes ayant des caractéristiques similaires (Economics, 2013).

Les recherches de l'OCDE (2010)⁸⁷ révèlent que les brevets déposés par les jeunes entreprises représentent une part élevée du total des brevets déposés par les entreprises dans un pays : environ 7% en Allemagne, 10% au Royaume-Uni, 16% au Danemark et 21% en Norvège.

Nous pouvons considérer que les sociétés de capital-investissement encouragent indirectement l'innovation en soutenant ces jeunes entreprises, car celles-ci ont tendance à être plus innovantes que leurs pairs (Economics, 2013). Cette hypothèse est étayée par les données de l'OCDE, ainsi que par le fait que les investissements en capital - tels que mesurés par le nombre d'entreprises en portefeuille - sont plus concentrés dans les jeunes entreprises.

⁸⁷ OCDE, (2010). Measuring innovation: A new perspective. En ligne : www.oecd.org/innovation/strategy/measuring. Dernière consultation le 10/11/2020. Cette étude fournit une première vision de la mesure cohérente de l'innovation dans différents secteurs.

4. Le capital-investissement et la productivité

La productivité est l'efficacité avec laquelle les intrants, tels que le capital, le travail, la terre et les matériaux, sont transformés en outputs. L'augmentation de la productivité⁸⁸ permet aux entreprises de fournir plus de biens et services à partir d'un même niveau d'intrants. Par exemple, une meilleure pratique pour l'exécution d'une procédure peut signifier que celle-ci est effectuée en moins de temps.

Cette section met l'accent sur les résultats existants sur le rôle du capital-investissement dans l'amélioration de la productivité⁸⁹ au moyen d'indicateurs clés de la croissance de la productivité : formation de capital fixe au niveau de l'économie, croissance et création d'entreprises et amélioration des performances opérationnelles des entreprises.

4.1. Le capital investissement soutient les entreprises à améliorer leurs performances

Les performances⁹⁰ des entreprises financées par le capital investissement ont fait l'objet de nombreuses recherches. La majorité des recherches ont constaté une relation positive entre le financement par capital-investissement et les performances de l'entreprise, montrant une relation claire entre la participation d'un capital-investissement et les bénéfices, la croissance et la survie de l'entreprise. Il s'agit notamment d'études telles que celle de Cressy et al. (2007), qui utilise des données sur 122 rachats d'entreprises au Royaume-Uni, et celle de Kaplan et Strömberg (2009), qui utilise des données sur 17 171 entreprises financées par le capital-investissement dans le monde entier entre 1970 et 2007 (Economics, 2013).

Une autre étude menée par le cabinet d'Ernst & Young (2012) portant sur 473 investissements réalisés par des sociétés de capital investissement en Europe entre 2005 et 2011, révèle que la participation au capital-investissement entraîne une augmentation de 6,9%

⁸⁸ Au niveau de chaque entreprise, les améliorations de la productivité peuvent se manifester de plusieurs façons. Les indicateurs typiques au niveau de l'entreprise comprennent la croissance de l'entreprise et les performances opérationnelles. De même, la capacité d'une entreprise à saisir de nouvelles opportunités commerciales est un indicateur d'amélioration de la productivité. À un niveau plus large de l'économie, les améliorations de la productivité se manifestent par une meilleure productivité du capital et du travail. Cela peut être dû à l'innovation, à la formation de capital fixe ou à l'amélioration des niveaux de compétences de la main-d'œuvre.

⁸⁹ L'impact de l'effet de levier dans les acquisitions sur la productivité est soulevé par Gregory (2013). Il émet l'hypothèse que des niveaux d'endettement plus élevés pourraient rendre les entreprises moins susceptibles d'entreprendre des investissements à long terme si ces investissements sont évincés par les coûts du service de la dette.

⁹⁰ Il existe plusieurs façons de mesurer les performances d'une entreprise. Pour évaluer la relation entre les performances de l'entreprise et la productivité, les mesures les plus pertinentes concernent les performances opérationnelles de l'entreprise.

du revenu moyen par salarié (Economics, 2013). La même étude constate que la présence de fonds de capital-investissement a amélioré les perspectives à long terme et la valeur des sociétés de portefeuille pendant leur période de détention, en augmentant la rentabilité, la productivité et l'emploi. L'étude établit que l'augmentation de ces mesures est de 1,6 fois plus importante pour les entreprises financées par des fonds de capital investissement par rapport à des entreprises comparables cotées sur le marché boursier.

En outre, Bloom et al. (2009), en examinant un échantillon de 4 221 entreprises manufacturières de taille moyenne de l'UE, d'Asie et des États-Unis dans le cadre d'une enquête réalisée en 2008, constatent que les entreprises financées par CI sont particulièrement fortes dans les pratiques de gestion des opérations, telles que l'adoption de pratiques modernes de fabrication sans gaspillage et d'un processus complet de suivi des performances.

Davis et al. (2009) qui ont étudié les entreprises américaines entre 1980 et 2005 ont constaté qu'en période de resserrement du crédit, le différentiel de croissance de la productivité entre les entreprises financées par des fonds de capital-investissement et les autres est supérieur de 5,2% deux ans après l'investissement (Economics, 2013).

4.2. Le capital investissement aide les entreprises à développer leur rentabilité et croissance

La contribution de capital investissement peut conduire à une amélioration de la rentabilité d'exploitation des entreprises en portefeuille. Cressy et al. (2007), par exemple, qui ont examiné 122 LBO au Royaume-Uni au cours de la période 1995-2000, ont constaté que la rentabilité d'exploitation des rachats d'entreprises par des fonds de capital-investissement était supérieure de 4,5% à celle d'entreprises comparables non rachetées au cours des trois premières années après l'investissement. Ils ont constaté que cet écart était de 8,5% dans les cas où la société de capital-investissement était spécialisée dans le secteur d'activité de la société de portefeuille. D'autres études sur les LBO au Royaume-Uni (Wilson et al., 2012), aux États-Unis (Hotchkiss et al., 2011) et en France (Boucly et al., 2011) trouvent des estimations similaires pour l'augmentation de la rentabilité des entreprises financées par le capital investissement (Economics, 2013).

Il est important de noter que la surperformance observée des entreprises soutenues par le capital-investissement provient en grande partie de l'amélioration de l'efficacité des opérations et des activités de vente. En effet, Kaserer (2011) a quantifié les gains d'efficacité attribuables à différentes sources, en constatant que jusqu'à trois quarts des rendements sont

attribuables à des activités génératrices de bénéfices telles que la croissance des ventes et l'amélioration des marges (Economics, 2013).

Des études telles que celle de Bernstein et al. (2010) ont montré que les secteurs où les fonds de capital-investissement ont été actifs au cours des cinq dernières années connaissent une croissance plus rapide que les autres secteurs, que celle-ci soit mesurée en fonction de la production totale, de la valeur ajoutée, des salaires ou de l'emploi. Les auteurs examinent les investissements de capital-investissement dans 20 secteurs et 26 pays entre 1991 et 2007, et constatent que ce résultat est valable pour l'Europe continentale, ainsi que dans les autres régions géographiques examinées (Economics, 2013).

4.3. Le capital investissement contribue à la survie des entreprises

La contribution du capital-investissement à la survie de l'entreprise⁹¹ est généralement explorée en comparant les entreprises détenues par des fonds de capital-investissement à des entreprises détenues par d'autres formes de propriété présentant des caractéristiques d'effet de levier similaires.

Des recherches dont une étude de Tykvová et Mariela (2012) qui utilise des données sur 1 842 LBO dans quinze États membres de l'UE entre 2000 et 2008 conclut que la participation du capital-investissement rend les entreprises plus susceptibles de respecter leurs obligations en matière de dette par rapport aux entreprises non financées par le capital-investissement ayant des caractéristiques d'endettement similaires.

En fait, certaines études montrent que le soutien du capital-investissement entraîne des améliorations substantielles dans le redressement et la survie des entreprises. Toutefois, les estimations de l'impact du capital-investissement sur la survie des entreprises varient selon le secteur, le pays et le type d'investissement. Par exemple, une étude de la Banque des Règlements Internationaux (2008), qui porte sur les LBO dans le monde entre 1997 et 2001, suggère que le taux d'échec des entreprises financées par le capital-investissement est inférieur d'au moins 5% à celui des entreprises cotées similaires. Une étude menée par Thomas (2010) sur les sociétés financées par capital investissement suggère que le taux d'échec des sociétés financées par ces fonds est jusqu'à 50% inférieur à celui des sociétés comparables non financées par capital investissement. Dans la même veine, une autre étude réalisée par Kaplan et Strömberg (2009) portant sur 3 200 entreprises en Europe révèle que le

⁹¹ L'effet du financement par capital investissement sur la survie des entreprises a fait l'objet d'un débat, notamment sur la question de savoir si l'utilisation de la dette dans l'acquisition de grandes entreprises pourrait avoir un effet négatif sur leur taux de survie.

taux de défaillance des entreprises financées par capital-investissement est inférieur de 25% en moyenne à celui des entreprises cotées en bourse (Economics, 2013).

De ce qui précède, nous pouvons avancer l'argument selon lequel le capital-investissement a un impact positif sur la survie des entreprises, surtout lorsqu'on compare les entreprises financées par le capital-investissement à d'autres entreprises présentant des caractéristiques similaires.

5. La contribution du capital investissement à la création d'emploi

La question de savoir si les sociétés de capital-investissement contribuent à créer ou à réduire l'emploi a suscité un débat considérable.

Le projet VICO⁹² financé par la Commission européenne qui utilise à la fois des études de cas approfondies et des études quantitatives a constaté que le financement par capital investissement dans un pays est négativement corrélé avec le taux de chômage. L'étude du cabinet Ernst & Young (2012), concernant les cessions de fonds de capital investissement, qui porte sur 473 entreprises européennes financées par des fonds de capital-investissement et dont la valeur d'entreprise dépassait 150 millions d'euros au moment de leur acquisition, indique que l'emploi dans les entreprises financées par des fonds de capital-investissement a augmenté en moyenne de 2,2% par an (Economics, 2013).

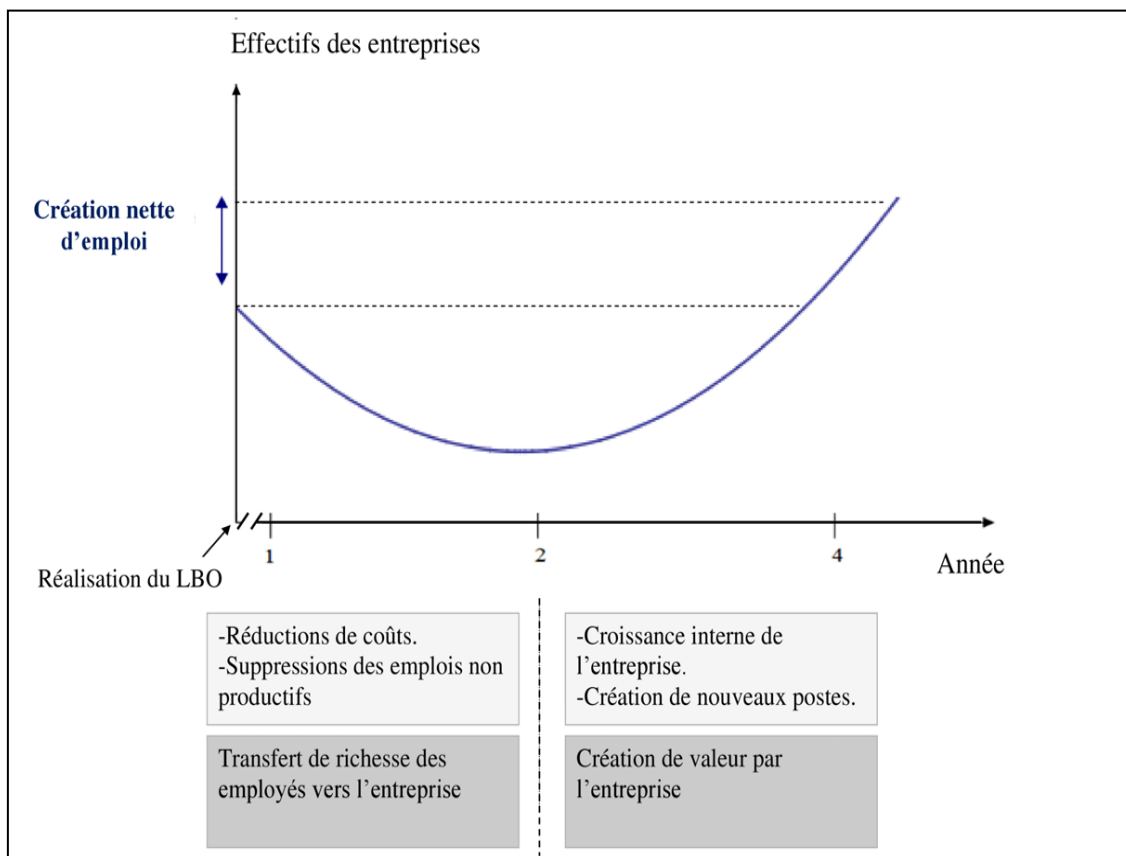
En termes de satisfaction des salariés, la participation du capital investissement semble être associée à des niveaux plus élevés de satisfaction des salariés. Gospel et al. (2010) ont réalisé des analyses qualitatives de l'impact des fonds de capital-investissement sur les pratiques de restructuration et les niveaux d'emploi dans sept pays européens, avec des études de cas approfondies sur 24 entreprises. Bien qu'ils concluent que les résultats sont mitigés et qu'ils appellent à des recherches plus approfondies, ils soulignent que l'accent est mis sur l'amélioration de l'efficacité des pratiques de travail à la suite d'une participation au capital-investissement. Ceci est réalisé, par exemple, par une formation accrue. Gospel et al. soulignent également que *« l'avènement d'un fonds ne semble pas avoir d'effets négatifs sur la légitimation et l'adhésion des syndicats et que les relations entre les fonds et leur personnel ont été globalement coopératives »*.

Ces conclusions sont soutenues par les résultats des études menées au Royaume-Uni et aux Pays-Bas. Bacon et al. (2008) utilisent les résultats d'enquêtes menées au Royaume-Uni et aux Pays-Bas pour étudier l'effet des rachats d'entreprises sur les relations avec les salariés.

⁹² Projet VICO, 2011, financé par la Commission européenne. [Http://www.vicoproject.org/](http://www.vicoproject.org/). Dernière consultation, le 15/03/2020.

Ils constatent que, dans l'ensemble, les LBO ont un effet positif sur les pratiques de gestion des ressources humaines, avec une augmentation de la formation, de l'implication des employés, du nombre d'employés et des niveaux de rémunération.

Figure 25 : Impact du capital investissement sur l'emploi à moyen terme



Source: Cerveaux (2014), *Op Cit*, P.148.

6. Le capital-investissement renforce la compétitivité

Le rôle du capital-investissement dans le renforcement de la compétitivité⁹³ des économies n'a pas été étudié explicitement. Cependant, il est possible de trianguler l'impact du capital-investissement sur la compétitivité par le biais de trois mesures indirectes. Premièrement, comme la compétitivité se manifeste dans la capacité à exporter, un impact positif sur les exportations est compatible avec la compétitivité internationale.

⁹³ La compétitivité internationale concerne la capacité d'une économie à vendre et à fournir des biens sur un marché donné par rapport à d'autres économies en concurrence sur le même marché. Le lien entre la compétitivité et la croissance économique est défini par le Forum économique mondial (WEF) comme l'ensemble des institutions, des politiques et des facteurs qui déterminent le niveau de productivité d'un pays.

Deuxièmement, selon la définition du WEF, la disponibilité de financement pour des entreprises plus risquées est un indicateur qui est couramment utilisé comme mesure de la compétitivité. Troisièmement, par le biais de création de nouvelles entreprises. Nous examinons chacun de ces éléments ci-dessous.

6.1. Le capital investissement concourt à l'internationalisation des entreprises

Il existe de nombreuses études qui soulignent que les entreprises plus petites et plus récentes peuvent rencontrer des problèmes pour s'internationaliser en raison d'un manque de capital humain ou de financement) Westhead et al., 2001).

Les sociétés de capital-investissement peuvent jouer un rôle important en aidant les entreprises bénéficiaires d'investissements à surmonter ces obstacles à deux égards essentiels. Premièrement, la participation active des sociétés de capital-investissement à la gestion des entreprises bénéficiaires peut fournir des orientations stratégiques et opérationnelles pour l'entrée sur les marchés étrangers. Deuxièmement, elles fournissent un financement supplémentaire pour les efforts d'internationalisation (Economics, 2013).

Dans leur étude de 2008, Lockett et al. explorent la manière dont les sociétés de capital-investissement influencent les efforts d'internationalisation des sociétés de portefeuille. Sur la base de données d'enquête recueillie auprès de 340 entreprises en Europe en 2000-2002, ils constatent que les activités à valeur ajoutée (telles que le développement de nouvelles stratégies, le rôle des fusions, la relation avec des fonds d'investissement) sont très efficaces dans la promotion du comportement à l'exportation des entreprises en phase de démarrage. Ils concluent que, pour les entreprises en phase de démarrage, les activités de suivi fournies par les sociétés de capital-investissement sont décisives dans la réussite de l'internationalisation des entreprises.

Zahra et al (2007), dans une étude portant sur 384 PME aux États-Unis, constatent que la participation du capital-investissement est associée de manière positive au développement des ressources fondées sur la connaissance, telles que les actifs de capital humain et les actifs propriétaires nécessaires à l'internationalisation.

George et al. (2005), à partir de données d'enquête sur 889 PME suédoises, constatent que les propriétaires internes (PDG et autres cadres supérieurs) ont tendance à être réticents au risque et ont un appétit et une portée d'internationalisation moindres que les propriétaires externes, tels que les sociétés de capital-investissement.

Lutz et George (2012) utilisent des études de cas approfondies de 18 jeunes entreprises européennes pour explorer comment certains attributs des ressources peuvent influencer les

stratégies managériales pour développer de nouvelles entreprises à l'échelle internationale. Ils constatent que les ressources stratégiques et managériales fournies par les investisseurs en capital ont une influence positive sur l'ampleur de l'internationalisation des nouvelles entreprises.

6.2. La compétitivité dépend de la possibilité de financement pour les entreprises innovantes

Le FEM publie chaque année le rapport sur la compétitivité mondiale, qui classe les pays en fonction de leur niveau de compétitivité internationale.

L'indice global utilisé pour le classement est obtenu en agrégeant plusieurs sous-indices qui rendent compte de la compétitivité d'un pays dans divers domaines de la performance économique. Ceux-ci vont de l'existence d'institutions clés à la nature des infrastructures, en passant par les services de santé et d'éducation et les mesures d'efficacité.

L'une des mesures que le FEM utilise pour évaluer la compétitivité est la disponibilité des fonds de capital-risque. Cette mesure est basée sur l'idée que l'augmentation de la disponibilité des fonds permet la création de nouvelles entreprises. En effet, les fonds de capital investissement (sous la forme de financement de capital-risque) soutiennent les entreprises qui ont des projets risqués, mais innovants.

6.3. La compétitivité dépend de la création de nouvelles entreprises

Les nouvelles entreprises ont tendance à introduire de nouveaux procédés et de nouvelles technologies qui intensifient la concurrence sur le marché, ce qui incite les entreprises à améliorer leur productivité. Les marchés où la concurrence est réduite ont tendance à être moins productifs, car les entreprises sont moins incitées à réduire les inefficacités et à innover (Pilat, 1996).

Selon une étude d'EVCA (2013)⁹⁴, une proportion substantielle des investissements en capital-investissement en Europe (environ 10% du total des investissements en capital-investissement) sont des investissements en capital-risque dans des entreprises nouvelles ou jeunes. Ces investissements conduisent directement à la création de nouvelles entreprises chaque année. Ainsi jusqu'à 2 800 entreprises dans les douze pays étudiés reçoivent des investissements en capital.

⁹⁴ L'étude porte sur dix pays européens (Angleterre, Allemagne, France, Italie, Suède, Hollande, Espagne, Belgique, Suisse, Norvège, Danemark et Finlande) entre 2007 et 2012.

En outre, des recherches ont suggéré que les investissements en capital conduisent à la création de nouvelles entreprises par des effets qui vont au-delà de l'investissement direct que ces entreprises reçoivent. Par exemple, Samila et Sorenson (2011), en examinant un panel d'entreprises américaines entre 1993 et 2002, à partir de la base de données *VentureXpert* de *Thomson Reuters*, constatent qu'investir dans une entreprise supplémentaire stimule l'entrée de 1 à 11 nouveaux établissements dans la même zone métropolitaine. Parmi les raisons qui expliquent cet effet, nous pouvons avancer deux raisons principales : 1) le fait de voir des personnes devenir des entrepreneurs encourage d'autres personnes à créer des entreprises également, 2) une expérience préalable dans de petites entreprises (financées par des fonds de capital-investissement) permet aux futurs entrepreneurs d'acquérir des connaissances tacites sur la manière de lancer, de concevoir et de gérer des entreprises efficaces.

Ces résultats sont corroborés par les conclusions de Popov et Roosenboom (2009), qui ont utilisé des données sur plus de trois millions d'entreprises dans 21 pays européens pour examiner l'effet des investissements de capital-investissement (plus précisément, les investissements en capital-risque) sur la création de nouvelles entreprises. Ils constatent que le capital-investissement a un impact positif plus fort sur la création de nouvelles entreprises dans les secteurs où il y a généralement un grand nombre de nouvelles entreprises créées, et que cet impact sur la création d'entreprises est encore plus fort dans les secteurs qui sont intensifs en R&D.

7. Un modèle de financement basé sur des mécanismes de gouvernance spécifiques

En tant qu'actionnaires, les sociétés de capital investissement prennent une part plus active dans les décisions et la gouvernance de l'entreprise. Cette dernière est mise en œuvre par des mécanismes intentionnels spécifiques. Parallèlement, nous observons l'importance des mécanismes informels et interpersonnels de contrôle et d'incitation.

7.1. Mode de financement basée sur des instruments de contrôle spécifiques

La gouvernance peut être définie comme « *l'ensemble des mécanismes qui ont comme effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants ; autrement dit, qui gouvernent leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire* » (Charreaux, 1997). Traditionnellement, la littérature financière justifie la présence de ces dispositifs par leur

aptitude à résoudre les conflits d'intérêts entre le gérant et les investisseurs en atténuant l'asymétrie de l'information.

Conformément aux principes de la théorie de l'agence, le capital investissement est un modèle de financement qui permet de bien maîtriser les risques et de limiter les conséquences de l'asymétrie de l'information. De fait, le capital-investisseur instaure des mesures de contrôle qui contraignent le gérant à assurer une bonne maîtrise de ses intérêts. Il cherche systématiquement à recueillir le maximum d'informations sur l'entreprise financée. Dans cette optique, les investisseurs en capital apparaissent souvent en tant que promoteurs de la gouvernance d'entreprise. Ils ont concouru à la vulgarisation des techniques qui se sont ensuite diffusées dans les sociétés cotées en bourse ; par exemple l'actionnariat des dirigeants, le rôle actif du conseil d'administration dans le contrôle des dirigeants, le rôle de la dette dans la discipline des dirigeants (cas des « *LBO* ») et la création de valeur pour les actionnaires.

La relation entre l'investisseur en capital et entreprise est basée sur la conjugaison de plusieurs leviers de contrôle en fonction du niveau de risque de l'entreprise financée. On peut regrouper ces leviers en deux groupes : les leviers juridiques et les leviers financiers.

Tableau 7 : Les mécanismes de contrôle de la relation capital-investisseur/Entreprise

Leviers juridiques	Le pacte d'actionnaires ⁹⁵	Il fixe les dispositions et les conditions régissant la participation des investisseurs en capital, par exemple les clauses juridiques et les formes de soutien financier (actions, titres hybrides, etc.). Globalement, il conditionne le mode de vie de la relation entre l'investisseur en capital et entreprise et le moment de la sortie.
	Le conseil d'administration	En général, les investisseurs en capital siègent au conseil d'administration de l'entreprise financée et peuvent, éventuellement, désigner des tiers de confiance en qualité d'administrateurs externes. Les travaux de Gabrielsson et Huse (2002) révèlent que les conseils d'administration où participent les investisseurs en capital sont plus dynamiques que les autres.
	La convention	Elle détermine les clauses et les conditions de souscription

⁹⁵ Le pacte d'actionnaires comporte le plus souvent deux sortes de dispositifs contractuels : les clauses relatives à l'organisation et au contrôle de la stratégie menée par les dirigeants (par exemple : la clause d'audit, la clause relative au comité consultatif, la clause de non-concurrence, la clause d'information ou de reporting) et les clauses portant sur la composition et l'évolution de l'actionnariat de l'entreprise (par exemple : la clause anti-dilution, la clause de liquidation préférentielle, la clause de « earn out », la clause « ratchet » et l'ajustement du prix de souscription).

	<i>d'investissement</i>	au capital de l'entreprise par les investisseurs en capital et se traduit par la conclusion d'un accord sur la collaboration de la phase de démarrage à la phase de « <i>closing</i> ».
<i>Leviers financiers</i>	<i>Le financement par étapes</i>	Les investisseurs en capital procèdent rarement à un financement en une seule fois (« <i>up front financing</i> »); au contraire, ils optent pour un financement par étapes. Ce mode de financement limite les risques et offre la possibilité aux investisseurs de se désengager en cas de défaillance et de mauvais résultats (option d'abandon), ou de poursuivre si les objectifs définis dans le contrat de financement sont concrétisés.
	<i>Les titres financiers hybrides</i>	Il ressort de diverses recherches que les investisseurs en capital utilisent des titres financiers hybrides pour structurer leurs contrats. Face à l'incertitude sur le futur et le potentiel de l'entreprise à financer, l'investisseur en capital privilégie le recours à des clauses de conversion dans le contrat de financement (par exemple les Bons de Souscription d'Action (BSA) et les Obligations à Bons de Souscription d'Actions (OBSA)).
	<i>Le financement par syndication</i>	Cette opération correspond à un co-investissement réunissant l'investisseur en capital principal ou « <i>chef de file</i> » et les co-arrangeurs (le plus souvent des investisseurs en capital possédant la même expérience). Ce mode de montage vise à permettre au capital investisseur de se diversifier et de limiter le risque de sélection des mauvaises affaires (sélection adverse).
	<i>La motivation financière du management</i>	Le capital investisseur se charge d'intéresser financièrement les dirigeants aux bénéfices de l'entreprise, afin de garantir le succès du projet et de motiver l'entrepreneur. En règle générale, ce sont des instruments qui donnent à l'entrepreneur la possibilité d'augmenter sa part de capital s'il réalise ou franchit les objectifs fixés au niveau du plan de financement. Les modalités techniques de ce processus sont variées : Actions de souscription d'actions (ABSA) en faveur de l'actionnaire majoritaire, rétrocession gratuite d'actions par l'actionnaire minoritaire, obligations convertibles avec une parité de conversion variable en fonction des objectifs de rentabilité, ou par le biais d'obligations convertibles ou de stock-options.

Source: élaboré par nos soins.

7.2. La confiance comme dimension relationnelle implicite du contrat entre l'investisseur en capital et l'entreprise cible

Pour Charreaux (1998), la confiance est un élément qui accompagne toute transaction et coopération et qui complète les mécanismes économiques habituels du marché et de la hiérarchie. Dans cette optique, elle constitue un élément essentiel des outils de gouvernance d'entreprise. D'une manière générale, la confiance réfère aux présomptions d'une partie (A) vis-à-vis du comportement futur d'une autre partie (B). Plus (A) considère que (B) respectera ses engagements vis-à-vis de (A), plus (A) fait confiance à (B) (Brockner et al, 1996).⁹⁶ Selon Wright (2002), il existe une double approche contractuelle qui lie l'investisseur et le dirigeant : à côté d'un contrat formel reposant sur diverses clauses juridiques et financières se crée un contrat implicite basé sur une approche plus informelle dans laquelle les concepts de confiance et de coopération sont au centre du système instauré. Le renforcement de la confiance réciproque entre les deux parties contribue à résoudre des différends que le contrat ne peut pas anticiper.

Dans cette conception, le contrat est davantage considéré par le capital-investisseur comme un schéma « *coopératif* » (où prime la confiance entre les partenaires), surtout lorsqu'il s'agit de l'entrepreneur. La composante relationnelle (qui inclut la confiance) prévaut sur la dimension contractuelle (qui se traduit par des dispositifs de contrôle figés). En créant une confiance partenariale, l'investisseur façonne l'organisation de l'entreprise et la situe dans un environnement propice à la création de valeur. La confiance entre l'investisseur en capital et le management se crée au fil du temps et réduit ainsi le contrat à un second niveau (Philippart, 2005).

Le tableau 8 ci-après résume l'ensemble des avantages associés à l'instauration de la confiance entre le capital-investisseur et l'entreprise financée.

⁹⁶ Les recherches en matière d'organisation et la littérature marketing identifient trois présomptions qui régissent le comportement futur de l'autre partie (Cummings et Bromiley, 1996 ; Ganesan et Hess, 1997) :

- Bienveillance : on présume que l'autre partie veillera à honorer ses engagements.
- Cohérence (ou prévisibilité) : la confiance implique que le comportement de l'autre partie se montre assez prédictible.
- Compétence : il est supposé que l'autre partie possède les qualités et les compétences nécessaires pour remplir ses engagements.

Tableau 8 : Les avantages de l'instauration de la confiance entre l'investisseur en capital et l'entreprise financée

Avantages	Description
Réduire les coûts de contrôle	La confiance renforce la qualité des échanges d'informations et génère une plus forte implication de l'investisseur en capital et entreprise, permettant aux entreprises de réduire significativement les coûts relatifs aux dispositifs de contrôle (par exemple les coûts d'audit <i>ex ante</i> et <i>ex post</i>).
Atténuer les conflits cognitifs	La confiance encourage les partenaires à échanger ouvertement leurs points de vue, y compris en cas de désaccord sur une décision ou sur la façon de la prendre.
Diminuer les problèmes liés à l'enracinement des dirigeants	Un dirigeant qui verra sa position confortée par la formation d'un capital de confiance considérable sera moins prédisposé à réaliser des investissements d'enracinement entraînant une moindre création de valeur.
Confiance et fréquence d'interaction	La revue de littérature montre une corrélation positive entre la confiance que les investisseurs en capital-investissement témoignent aux dirigeants et la fréquence des interactions. Ainsi, il apparaît que la confiance est associée à une plus forte implication du capital investisseur dans le monitoring de l'entreprise.
Stimuler la coopération entre les deux parties	Le degré de confiance consenti aux dirigeants a un impact sur la manière dont le capital investisseur et les dirigeants structurent leur travail ensemble, les incitant à investir dans la relation de partenariat, limitant ainsi le risque de comportements opportunistes de part et d'autre (Charreaux, 1998).
Stimulation du niveau d'effort	Un engagement plus systématique est assuré par les partenaires dans un climat de confiance. Par conséquent, la qualité de la collaboration se renforce avec la création d'un climat de confiance, qui à son tour affecte les performances de l'entreprise.

Source: élaboré par nos soins.

7.3. Un mécanisme de financement basé sur la coopération : La théorie de l'intendance ou « *Stewardship theory* »

La théorie de l'intendance⁹⁷ a d'abord été introduite en psychologie et en sociologie. À compter de 1989, la théorie a été envisagée par Donaldson et Davis afin de pouvoir analyser

⁹⁷ Si la théorie de l'intendance fournit une interprétation de la relation capital investisseur/entrepreneur, elle comporte deux limites majeures : premièrement, une approche trop centrée sur le capital investisseur et, deuxièmement, le caractère trop idéalisé de l'entrepreneur (Kharbouche, 2006).

les contextes où un dirigeant comme le « *steward* » (« *l'intendant* ») est disposé à œuvrer dans le respect des intérêts de son principal. Selon cette conception, on considère que l'agent économique type est un intendant qui privilégie l'intérêt général de l'organisation et les intérêts collectifs, par rapport à ses propres intérêts. Ainsi, conformément aux postulats de la théorie de l'intendance, le *steward* se présente comme une personne qui manifeste un comportement collectif au lieu d'une attitude individualiste (« *opportuniste* »). En conséquence, si ses intérêts et ceux de la tierce partie divergent, il prône une stratégie de coopération et de partenariat. De cette façon, les différences et les intérêts divergents résulteront d'un incident de bonne foi et non d'une manifestation d'égoïsme (Bruton et al., 2000).

Du point de vue de la théorie de la coopération, les investisseurs en capital et les gestionnaires tirent un bénéfice commun de la collaboration. La théorie de l'agence considère la relation entre les parties comme antagoniste. Pourtant, celle-ci est susceptible d'être coopérative. Ainsi, le suivi et la supervision se fondent sur la coopération et le partenariat. Suivant cette théorie, les rapports de partenariat sont de nature à assurer un pilotage efficace et respectueux des gestionnaires (Donaldson, 1990). La relation d'agence traditionnelle entre le principal (capital investisseur) et l'agent (entreprise) devient une relation de partenariat et de coopération. Le caractère souple et amical du contrôle supprime ainsi son aspect répressif.

En vertu de la théorie de la Stewardship, la possibilité de collaboration entre les investisseurs en capital augmente en fonction des facteurs suivants : amélioration de la manière et de la régularité des contacts ; amélioration du bénéfice de la coopération ; le degré de générosité exprimé par une partie envers l'autre ; présence d'une relation sociale ou commerciale favorable ; proximité sur le plan démographique ; le recours à des sanctions en cas de comportement non coopératif ; concordance des valeurs relatives au travail et perception d'une égalité de pouvoir ; partage des responsabilités entre les acteurs ; durcissement des échéances.

Donc, selon la théorie de l'intendance, si l'on observe des phénomènes de comportement de l'agence avant que l'investisseur en capital-investissement procède à un investissement dans l'entreprise, la forme de leur rapport semble évoluer une fois l'investissement réalisé, tendant vers une véritable relation de partenariat. Ainsi, en aval de l'investissement, rien ne sous-entend une divergence d'intérêts entre le capital investisseur et l'entreprise.

7.4. Une relation basée sur « la justice procédurale » : Théorie de la justice procédurale

L'entreprise nécessite des moyens et des informations afin de mener à bien son activité. Le capital investissement constitue un moyen efficace permettant de générer de la valeur et de limiter le spectre de la faillite. Une bonne collaboration entre le capital investisseur et le dirigeant doit engendrer les coûts d'échange d'informations les plus faibles et favoriser la rentabilité et la compétitivité de l'entreprise⁹⁸. Si le chef d'entreprise estime être traité injustement par l'investisseur en capital, ceci provoquera la détérioration de la relation entre les deux parties. De ce fait, une relation reposant sur un contrat social et économique est susceptible de se développer, ce qui explique la valeur d'une démarche sociale pour appréhender la relation entre l'investisseur en capital et l'entreprise (Froehlicher, 1998).

Dans une relation de partenariat, la diffusion d'informations pour chaque membre est un élément déterminant quant à la pérennité de cette relation. La récurrence du retour d'information de l'entrepreneur est, selon les théoriciens de la justice procédurale, une composante essentielle pour faire naître un sentiment de justice procédurale (Folger et Bies, 1989). Par ailleurs, la régularité de la remontée des informations renforce la confiance vis-à-vis du processus décisionnel et contribue à l'acceptation des décisions (Folger et Konovsky, 1989). Le capital investisseur, selon Sapienza, considère que la prise de décision est loyale si le chef d'entreprise communique⁹⁹ des informations appropriées. Ainsi, le capital-investisseur apprécie la portée significative et formelle de l'information. Lorsqu'il est satisfait, il est prêt à substituer la confiance à ses propres moyens de contrôle et à procéder à des réinvestissements dans de futurs cycles de financement.

Pour Sapienza et De Clerrcq (1989), une forte participation des investisseurs au capital dans l'entreprise financée induit une attitude de confiance chez l'entrepreneur. Barney et al (1994) se sont servis des aspects de la justice procédurale évoqués par Gilliland (1993) en vue de dégager les critères de perception de la justice par les entrepreneurs engagés dans des partenariats avec des investisseurs en capital. Les auteurs ont distingué trois dimensions :

⁹⁸ De nombreux travaux de recherche indiquent que la communication est un aspect fondamental de la relation capital investisseur/entrepreneur. Par conséquent, il est indispensable que le partenariat établi avec l'IC comprenne un protocole de communication et d'échange d'informations efficaces.

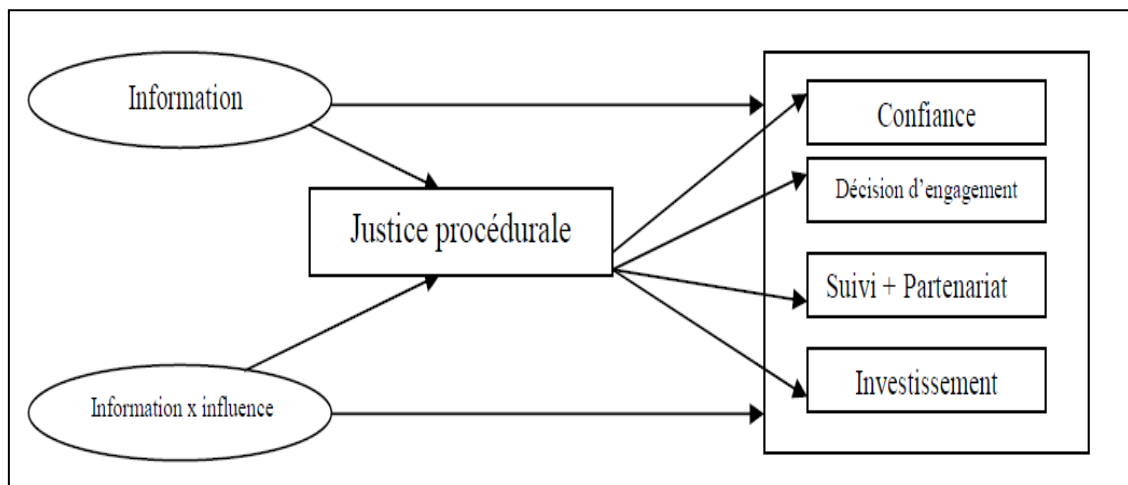
⁹⁹ La communication d'information revêt deux aspects essentiels : tout d'abord, elle constitue le partage mutuel d'informations entre les partenaires et, ensuite, la fiabilité et la qualité des informations diffusées.

- l'intégration des intérêts de l'entrepreneur par les investisseurs en capital dans la conduite de la stratégie, à savoir ce que Gilliland (1993) qualifie de « *représentativité* »,
- les informations fournies par le capital investisseur en vue du lancement de nouvelles idées (la fréquence des retours d'information),
- la liberté des entrepreneurs d'échanger des idées avec leur capital investisseur (c'est un traitement interpersonnel mesuré par le respect).

Ainsi, la théorie de la justice procédurale se concentre sur la compréhension de l'impact des procédures décisionnelles sur la relation entre l'investisseur en capital et l'entreprise. Cette perception permet, premièrement, d'améliorer la confiance dans la décision du dirigeant, deuxièmement, d'impliquer le capital de l'investisseur dans sa décision, troisièmement, de réduire le niveau de contrôle, et quatrièmement, de motiver le capital investisseur pour un éventuel futur réinvestissement.

La figure ci-dessous résume l'influence de la justice procédurale sur la relation entre le capital-investisseur et l'entreprise.

Figure 26 : Fondements de la justice procédurale dans la relation entre l'investisseur en capital et l'entreprise



Source : Sapienza et Korsgaard (1996), P.549.

Section 2 : Les limites du modèle de financement par capital investissement

Le financement par capital investissement ne fait pas l'unanimité auprès de tous les chercheurs. Ceci est dû au fait que le financement par capital-investissement implique des coûts d'agence et des coûts cognitifs. Parmi les autres limites, il faut citer également les risques inhérents à ce mode de financement, le poids élevé de la dette et le transfert de richesse. En outre, le financement par capital-investissement peut constituer un canal de transmission de crise systématique par le biais des LBO.

1. Un moyen de financement qui engendre des coûts d'agence

La théorie de l'agence a été présentée comme la théorie de référence dans la littérature sur l'entrepreneuriat (Sahlman, 1990 ; Sapienza et Gupta, 1994). Selon Fama (1983), la théorie de l'agence est une théorie organisationnelle qui permet à la fois une étude des petites et grandes entreprises. Gabrie et Jacquier (1994) estiment que cette théorie comporte de nombreux atouts pour comprendre la relation entre l'investisseur en capital et l'entreprise.

Selon Jensen et Meckling (1976), « *il y a relation d'agence¹⁰⁰ quand une personne (le principal) fait appel aux prestations d'une autre personne (l'agent) pour exécuter en son nom une tâche donnée* ». Lors d'une relation d'agence entre un actionnaire et un dirigeant, le principal (l'actionnaire) délègue la gestion de sa propriété à un agent (le dirigeant), qui est responsable de la gestion en fonction des intérêts du principal. En matière de financement par capital investissement, le cas du principal est représenté par l'investisseur en capital et celui de l'agent par l'entreprise (Ikhlef et Fethoun, 2019).

Le recours à la conclusion de contrat d'investissement entre l'investisseur en capital et l'entreprise n'est pas susceptible de faire converger les intérêts des parties. Cette situation exige du capital-investisseur la mise en place d'un système adéquat de contrôle des actions abusives du dirigeant de l'entreprise. Cependant, en raison de l'asymétrie de l'information, cette démarche implique des « *coûts d'agence* ». Ceux-ci découlent de l'anticipation par l'investisseur en capital de comportements périlleux de la part des dirigeants. Jensen et Meckling (1976) présentent une classification de ces coûts monétaires et non monétaires :

¹⁰⁰ Pour qu'une relation d'agence puisse être établie, deux conditions sont indispensables (Kharbouche, 2006) :

- la divergence d'intérêt entre le principal et l'agent ;
- une information imparfaite et asymétrique entre les deux parties.

Tableau 9 : Les coûts d'agence dans une relation capital-investisseur et entreprise

Nature des coûts	Description
<i>Les coûts de surveillance (monitoring costs) et d'incitation</i>	Il s'agit des dépenses engagées par le capital-investisseur pour mettre en œuvre des procédures de contrôle ou des mécanismes d'incitation afin de garantir que le dirigeant gère l'entreprise de manière optimale.
<i>Les coûts résiduels ou coûts d'opportunité (residual costs)</i>	Les coûts résiduels sont intégralement assumés par le capital-investisseur et reflètent la diminution de la valeur de l'entreprise causée par les divergences d'intérêt non résolues. Il ne s'agit pas d'une dépense réelle, mais d'un coût d'opportunité (Weinstein et al., 1995).
<i>Les coûts de justification (bounding costs) ou les coûts d'obligation</i>	Pour Fama (1980), ces coûts sont supportés par l'agent pour rassurer le principal quant à la bonne gestion de l'entreprise. Ceux-ci sont engagés par le dirigeant pour justifier son honnêteté et assurer son engagement à ne pas prendre certaines mesures préjudiciables aux intérêts du capital-investisseur (par exemple, il peut couvrir les honoraires d'un avocat ou les coûts d'un audit).
<i>Les coûts de coopération</i>	Ils sont composés de la même manière que les coûts d'agence usuels et sont appréciés de façon symétrique.

Source: élaboré par nos soins.

2. Un mode de financement qui implique des conflits cognitifs entre le capital-investisseur et l'entreprise

Les conflits cognitifs¹⁰¹ surviennent au moment où différentes alternatives ou idées incompatibles sont envisagées au niveau d'un groupe de décideurs appelés à opérer un choix (Stévenot, 2006). Les conflits cognitifs surgissent dans les interactions sociales au niveau d'un groupe décisionnel, formé dans le cas du secteur du capital-investissement, du dirigeant et du capital investisseur. Ainsi, dans le cas de la relation entre le capital-investisseur et l'entreprise, les conflits cognitifs peuvent résulter de plusieurs situations et pratiques¹⁰² :

¹⁰¹ Parmi les principales origines des conflits cognitifs, on distingue tout d'abord la stratégie et le choix du rythme de croissance (conflits sur les objectifs). Ensuite, les pratiques de gestion et la stratégie de financement (conflits sur les moyens). En outre, une autre source de conflit est mise en évidence par le modèle politique de prise de décision et la littérature sur les jeux d'acteurs organisationnels. Il concerne la contestation de l'acquis et des territoires de pouvoir entre investisseurs et gestionnaires pendant toute la durée de la relation (Mintzberg, 1986).

¹⁰² Les conflits cognitifs ne sont pas forcément préjudiciables pour plusieurs motifs. Tout d'abord, des schémas cognitifs divergents sont susceptibles d'être une source d'innovation et de création de nouvelles idées par la

2.1. Un reporting peu crédible

Le reporting représente la pierre angulaire du partenariat établi entre les dirigeants des entreprises et le capital investisseur¹⁰³. Il repose sur la fiabilité des informations fournies sur la gestion de l'entreprise, de sorte que l'investisseur puisse apprécier les actions engagées, détecter les dysfonctionnements et prévoir le futur.

Les conflits concernant le reporting commencent fréquemment quand la situation de l'entreprise se détériore. Les dirigeants, à défaut d'atteindre les objectifs précédemment énoncés dans le business plan, embellissent le reporting afin de fausser l'appréciation de l'investisseur en capital.

Dans ce cas, l'investisseur en capital est appelé à se mobiliser pour identifier les raisons précises de cette dégradation, en cherchant à accéder aux données exactes de l'entreprise. Celui-ci peut même être contraint de modifier sa politique de surveillance, abandonnant ainsi une politique fondée sur une relation de confiance au profit d'une politique plus stricte.

2.2. Une divergence sur la signification du pacte d'actionnaire

Dans le cas d'une différence de lecture des clauses, en particulier celles du pacte d'actionnaires, préalablement conclu, les parties auront recours en premier lieu aux conseillers juridiques qui ont participé à la réalisation du contrat en question, pour tenter de parvenir à un accord à l'amiable. Si le conflit perdure, elles auront recours à l'arbitrage des autorités judiciaires compétentes.

2.3. Un changement de dirigeant

L'échec de l'équipe de direction incite le capital investisseur à manifester la nécessité de la changer. Cela peut être résolu de deux manières. La première consiste à résoudre le conflit à l'amiable et par la négociation, avant de passer à la seconde, considérée comme coûteuse, longue et préjudiciable à l'entreprise, et qui implique le recours à des voix juridiques.

En pratique, le capital investisseur peut agir de deux façons distinctes, selon qu'il s'agit d'un actionnaire majoritaire ou minoritaire. S'il est actionnaire minoritaire et estime que

confrontation de différentes opinions et points de vue. Deuxièmement, les conflits cognitifs peuvent être un catalyseur de ce que Doise et Mugny (1981) qualifient de progrès cognitif.

¹⁰³ Pour pouvoir rendre des comptes à ses investisseurs, le capital de l'investisseur est amené à évaluer périodiquement la rentabilité de son portefeuille. Par conséquent, il est primordial que la somme des rapports périodiques traduise la situation réelle de l'entreprise à la fin de l'année.

l'équipe de direction a été défaillante, il peut faire appel aux instances juridiques compétentes et exiger une expertise de gestion ou prendre des actions pour abus de majorité. En revanche, s'il est majoritaire, il a le droit de changer l'équipe de direction s'il considère que cette mesure serait profitable à la bonne marche de l'entreprise.

2.4. Un désaccord sur le plan stratégique

Le désaccord entre l'investisseur en capital et l'équipe de direction de l'entreprise sur les stratégies à mener (rachat, accès à de nouveaux marchés, lancement de nouveaux produits, réorientation stratégique...) est, dans la plupart des cas, tranché par le biais des clauses du pacte d'actionnaires, qui définissent en fait le cas où l'investisseur bénéficierait d'un droit de veto.

Les divergences d'intérêts qui sont à la base de cette situation, sont extrêmement préjudiciables et nécessitent un traitement particulier pour parvenir à un consensus entre les acteurs et éviter ainsi la rupture du partenariat. Cela dit, la recherche d'une solution qui favorise le dialogue en organisant davantage de réunions et en examinant conjointement les opportunités est la meilleure solution.

3. Les risques inhérents au modèle financement par capital investissement

L'Association européenne du capital-investissement et du capital-risque (2011) distingue quatre catégories de risques spécifiques au financement par capital-investissement. Ces risques sont le risque de placement, le risque de marché, le risque de liquidité et le risque d'investissement.

3.1. Le risque de placement

Le risque de placement est inhérent à la possibilité que la rémunération prévue par un placement ne soit pas versée à une échéance prévue par un contrat financier. Lorsque les investisseurs acquièrent des actions de sociétés directement ou indirectement par un intermédiaire, ils bénéficient du statut d'actionnaire. À ce titre, les investisseurs sont susceptibles de profiter du versement des flux de trésorerie par l'entreprise, si cela a été approuvé par l'assemblée générale des actionnaires.

Le dividende est issu du bénéfice net ou des réserves de l'entreprise. Le dividende représente le remboursement d'une partie du capital préalablement fourni par l'actionnaire. Le paiement d'un dividende à un actionnaire provoque naturellement une diminution du prix des

actions, possédées par le propriétaire, à hauteur du montant distribué. La distribution de dividendes aux actionnaires est, en général, subordonnée à la réalisation d'un excédent net à la fin de l'exercice. Le risque de placement est donc, en matière de capital-investissement, le risque encouru par un investisseur de ne pas toucher de dividende à la fin de l'exercice comptable en raison d'un résultat déficitaire ou d'une décision de l'assemblée générale des actionnaires à cet effet.

3.2. Le risque de marché

Les investissements en capital subissent les aléas du marché (volatilité des marchés financiers, évolution des taux d'intérêt, réformes législatives). Ainsi, une crise financière est susceptible de renforcer le risque de marché lié aux activités de capital-investissement en freinant leur sortie par des introductions en bourse (Black et Gilson, 1999). Toutes les branches du capital-investissement sont aussi vulnérables aux augmentations des taux d'intérêt prêteurs. Finalement, les chocs économiques peuvent aussi influencer sur le capital-investissement en suscitant des mesures de régulation qui risquent d'affecter directement ou indirectement le marché.

3.3. Le risque de liquidité

L'objectif d'un investissement en capital consiste à dégager des plus-values par la cession de participations. Cela signifie de pouvoir revendre leurs titres et de les échanger sur le marché pour encaisser les gains issus de leurs opérations. Le régime de liquidité est établi par des clauses fixées lors de la prise de participation initiale. Ces clauses précisent le temps où les actions peuvent être revendues. En fonction des contrats, un investisseur en capital a la possibilité de céder ses parts pendant ou à la fin de l'investissement. Par conséquent, il est confronté à un risque de liquidité.

Premièrement, le capital investisseur peut ne pas pouvoir vendre ses actions à une date donnée si le moment qu'il choisit ne correspond pas à la période de cession définie par le contrat. Un capital-investisseur qui souhaiterait revendre ses actions pendant la période d'investissement ne pourra le faire que s'il a choisi au départ un contrat d'investissement qui permet la conversion des actions en espèces avant la fin de la durée de vie du fonds. Dans ce cas, il devra attendre le délai fixé pour revendre ses actions.

Deuxièmement, dans l'hypothèse où la décision de l'investisseur en capital de céder coïnciderait avec la phase de conversion des actions définie par le contrat, celui-ci serait exposé à la difficulté de trouver un acheteur disposé à acheter des actions présentant les

mêmes caractéristiques que les titres mis en vente et dans les mêmes conditions. Comme pour toute transaction financière, le risque de liquidité du capital-investissement dépend de la non-synchronisation éventuelle de l'intention de vente d'un investisseur et de l'intention d'achat d'acheteurs potentiels.

3.4. Le risque d'investissement

Le risque d'investissement est le fait que l'investisseur court le risque de perdre le capital initialement investi. Ce risque de perte peut découler de deux raisons. Il peut provenir de la faillite des entreprises du portefeuille d'investissement ou de la faillite des fonds de capital d'investissement, le second cas étant, en général, une conséquence du premier. Par conséquent, le risque d'investissement est lié aux conflits d'intérêts, entre les actionnaires et les gestionnaires de fonds, qui existent dans la relation de gestion déléguée du capital-investissement. Ces conflits entre investisseurs et gestionnaires ont fait l'objet de plusieurs études scientifiques (Brindisi, 1989 ; Charreaux, 2000 ; Charreaux et al., 1987 ; Jensen et Smith, 1985 ; Lambert et al., 1989).

4. La théorie relative au « *poids de la dette* »

La théorie sur le poids de la dette se penche sur les répercussions du financement par capital investissement sur la situation des entreprises à long terme. Selon cette théorie, la course au remboursement de la dette liée au rachat a un impact néfaste sur la compétitivité de ces entreprises en les amenant à diminuer leurs investissements dans des activités rentables (Chevalier et Scharfstein, 1996). Cette incidence est plus importante, selon Kaplan (1989) et Smith (1990), dans le cas des entreprises publiques, qui sont plus susceptibles de réaliser des investissements dans des projets non rentables.

En outre, en vertu de cette théorie, le financement par capital investissement devrait déboucher sur une baisse des investissements en recherche et développement des entreprises à la suite de leur acquisition. Pour justifier ce dernier point, Chevalier et Scharfstein (1996) invoquent deux hypothèses. Ceux qui critiquent le financement par capital investissement pensent que cet impact résulterait du fardeau de la dette tandis que les adeptes affirment que ce problème découlerait du constat que les entreprises ayant recours au capital investissement sont caractérisées par un profil exigeant un taux d'investissement en R&D peu élevé. En effet, Lewellen et Roden (2000) ont réalisé une étude sur 107 entreprises ayant eu recours au LBO entre 1981 et 1990, et ils sont parvenus à une conclusion distincte de celle de Kaplan (1989).

Il ressort des données empiriques fournies par les auteurs que les dépenses d'investissement chutent de 50% un an après le rachat par endettement.

5. La théorie de « *transfert de richesse* »

Selon la théorie de transfert de richesse, les fonds de capital investissement, pour assurer la meilleure rentabilité des entreprises cibles, éliminent des effectifs en dehors de toute considération économique justifiée, et les bénéfices réalisés par les entreprises après leur rachat résultent d'un transfert de richesse de l'entreprise vers les nouveaux actionnaires.

Cette approche s'appuie sur les travaux de Shleifer et Summers (1988), qui affirment que les bénéfices générés par les entreprises une fois rachetées sont fondamentalement le résultat de la diminution des dépenses de personnel. Ils précisent qu'il y en résulterait des transferts de richesse des salariés vers les actionnaires en raison du non-respect par les nouveaux propriétaires de l'entreprise des clauses des contrats de travail liées aux salaires et aux avantages des employés.

Dans le but de vérifier la question de la présence ou de l'absence de transfert de richesse des salariés vers l'actionnariat de l'entreprise, Ippolito et James (1992) étudient 278 opérations de LBO et la cessation des plans de retraite des salariés entre 1980 et 1987. Ils précisent que les nouveaux responsables de l'entreprise bénéficient de la capacité de redéfinir les contrats pour licencier les salariés et baisser les rémunérations de manière à favoriser le transfert de richesse des salariés vers l'entreprise. Dans la même logique, Sentis (1998) précise que la suppression du nombre d'employés des entreprises acquises par LBO conduit à une baisse du coût du personnel qui se manifeste par une nette diminution du ratio de la masse salariale/valeur ajoutée et une augmentation du ratio résultat net/valeur ajoutée. Il en découle une forte augmentation du rendement des capitaux propres de l'entreprise.

Ainsi la théorie du transfert de richesse permet d'expliquer la rentabilité des entreprises sous financement par capital investissement par des suppressions d'emplois et des baisses de salaires opérées après la participation de l'investisseur en capital, et estime que ce mode de fonctionnement pourrait entraîner à long terme une perte de confiance entre les salariés et les actionnaires.

6. L'activité de capital-investissement est susceptible de provoquer une crise systémique¹⁰⁴

Le système bancaire est le véhicule de propagation essentiel dans la diffusion d'un choc touchant initialement le capital-investissement vers l'économie réelle. Les institutions bancaires opèrent à deux stades dans le marché du capital-investissement, en qualité d'intermédiaires par le biais de filiales spécialisées dans cette activité et en tant que créanciers dans la réalisation d'opérations de financement par capital-investissement.

Buchner et al. (2010), en étudiant les rendements anticipés du capital-investissement, précisent que la faillite de l'une des entreprises peut entraîner une situation de crise de confiance pour les investisseurs du secteur du capital-investissement. Cette situation provoquerait une crise de liquidité sur le marché du capital-investissement, qui pèserait sur l'économie réelle par une diminution du nombre d'achats de titres d'entreprises. Pour les auteurs, le coefficient de risque important du capital-risque et du capital-développement est attribuable dans une large mesure au fait que les investissements consentis dans ces catégories intéressent les jeunes entreprises présentant des profils à la fois très innovants et très risqués.

Originellement centrées sur les entreprises privées hors cote, de nombreuses acquisitions par LBO ont impliqué ces dernières années plusieurs grandes sociétés cotées en bourse. Dans le cadre de cette stratégie, la firme cotée en bourse est radiée du marché, revalorisée puis réintroduite à la cote au moment du désinvestissement. Conformément à la recherche de Gaspar et Lescourret (2009), les retraits des sociétés LBO de la cotation en bourse se traduisent en moyenne par une diminution pendant un mois de la liquidité de ces marchés d'environ 0,26 fois. Ils en concluent que ces transactions sont susceptibles d'avoir un effet négatif sur la liquidité des marchés financiers du fait de l'existence de fortes asymétries informatives momentanées entre les deux introductions en bourse et que cela peut conduire à une dégradation des cours à court terme.

En outre, nous assistons depuis les années 1980 à une accentuation de l'interdépendance des institutions bancaires entre elles. Cette situation a eu pour effet de transposer le risque systémique d'un niveau national à un niveau international. Cette interdépendance entre les banques représente le vecteur de contagion au niveau du processus de propagation d'une crise de liquidité du secteur bancaire vers le système financier et ensuite vers la sphère réelle, étant

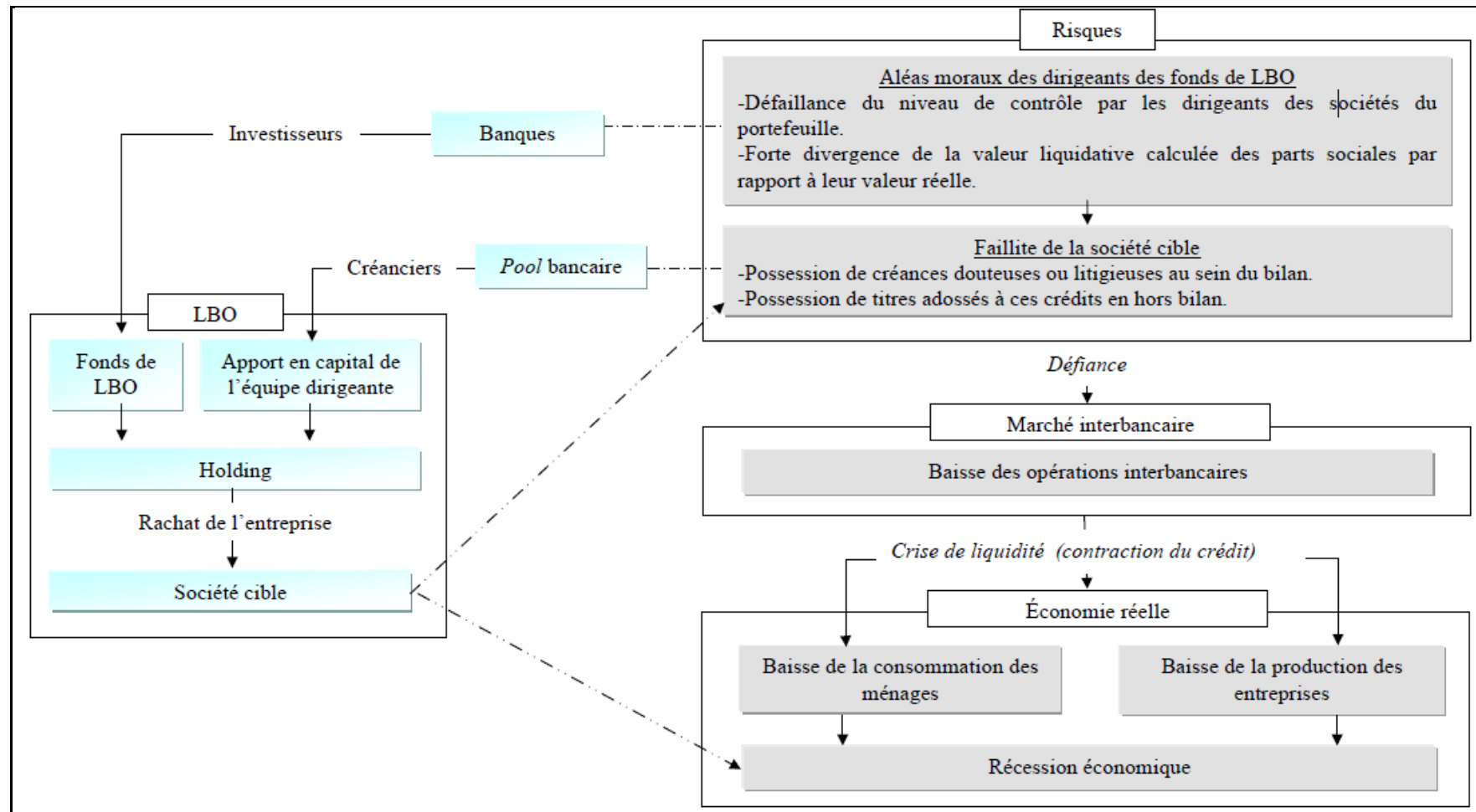
¹⁰⁴ « La crise systémique est une rupture dans le fonctionnement des services financiers (i) causée par la dégradation de tout ou partie du système financier et (ii) ayant un impact négatif généralisé sur l'économie réelle. Le risque systémique est donc le risque de matérialisation de cette rupture dans le fonctionnement des services financiers susceptible d'affecter l'ensemble du secteur ainsi que l'économie réelle » (Lepetit, 2010).

donné que la faillite d'un grand établissement bancaire entraînerait des conséquences sur tout le système bancaire (Ilkay et al., 2006).

Une banque qui éprouve des contraintes financières est incapable de rembourser ses dettes contractées auprès d'autres banques qui voient leur situation financière se fragiliser (Diamond et Dybvig, 1983). En raison de cette situation, il est difficile pour les banques de se refinancer sur le marché interbancaire. Une telle situation rend difficile le refinancement des banques sur le marché interbancaire. Cela a une double répercussion sur l'activité de crédit des institutions bancaires.

Dans un premier temps, le surplus de la demande de monnaie comparé à l'offre provoque une montée des taux d'intérêt qui équivalent à une hausse du coût du crédit. Dans un deuxième temps, comme les banques privilégient le maintien des liquidités dans leur actif, elles choisissent de limiter le niveau de leurs prêts. Ce resserrement du crédit a un effet immédiat sur la situation de l'économie réelle par le biais de deux canaux de diffusion. En premier lieu, la diminution du volume du crédit freine le processus de financement des entreprises, ce qui conduit à une diminution de leur activité de production. En deuxième lieu, le rationnement du crédit entrave aussi les décisions de consommation des ménages. Toutes choses étant égales par ailleurs, la diminution de la production se répercute sur le marché du travail en causant du chômage et restreint la production de richesse nationale. La figure 26 illustre, d'une part, les risques encourus par les investisseurs en capital et souligne, d'autre part, le lien de transmission des risques de ce secteur à l'économie réelle dans le déclenchement d'une crise systémique.

Figure 27 : Canal de transmission du risque systémique du capital investissement à l'économie réelle par le système bancaire



Source: Cerveaux (2014), Op Cit, P.164.

Conclusion chapitre III

Au cours de ce chapitre, nous nous sommes penchés sur les enjeux du modèle de financement par capital-investissement. Pour pouvoir apprécier les gains et les coûts du modèle de financement de ce secteur, la démarche a été organisée en deux axes, dont chacun a été traité dans une section distincte.

La littérature existante met en évidence que les investissements en capital-investissement apportent une valeur ajoutée à la fois aux investisseurs, aux entreprises bénéficiaires et à l'économie dans sa globalité. Les premiers jouissent de la possibilité d'investir dans une catégorie d'investissement à caractère alternatif qui est en général peu influencée par les marchés boursiers en termes de volatilité et de performance (Demaria, 2013), alors que les entreprises financées par le capital-investissement utilisent ces capitaux pour se développer, innover, être compétitives, améliorer leur gouvernance et assurer leur croissance. Cette croissance, réalisée par les entreprises bénéficiaires des investissements, favorise de manière significative la croissance économique, en particulier par la création d'emplois et l'innovation.

Les résultats de l'analyse que nous avons développée dans la deuxième section soulignent que ce modèle de financement présente des limites. Le premier aspect, et le plus fondamental concernent les opérations de financement par capital investissement qui impliquent un recours à l'endettement. Cela se traduit, en effet, par une diminution des dépenses de R&D, la suppression d'emplois et la possibilité de transmission de crises. Le second est que ce système de financement présente des risques inhérents à son mode de fonctionnement. En dernier lieu, au niveau de la relation entre les SCI et les entreprises, naissent des coûts d'agence et des conflits cognitifs.

Chapitre IV :

Les déterminants de la dynamique du capital investissement : Revue de la littérature

En tant que mode de financement, le capital-investissement a ses propres structures organisationnelles et fonctionne selon certains principes et mécanismes. Le capital-investissement opère également au sein de l'environnement économique et social spécifique d'un pays, se conforme à son cadre institutionnel particulier et interagit constamment avec d'autres variables macroéconomiques. La relation entre le capital investissement et les autres variables macroéconomiques est complémentaire. Cette complémentarité peut expliquer en grande partie pourquoi le capital-investissement se développe rapidement dans certains pays et lentement dans d'autres¹⁰⁵.

Depuis les années 1980, une littérature abondante en économie et en finance est consacrée à l'étude des déterminants de la dynamique du capital-investissement. La plupart de ces études concluent que le marché de capital-investissement est en corrélation avec l'environnement macroéconomique. Cet environnement macroéconomique est formé par de multiples facteurs qui comprennent : la qualité des institutions, la gouvernance d'entreprise, le système d'éducation, de recherche et de formation, la mobilité du capital humain, la culture d'entreprise, la R&D, les incitations fiscales, le système juridique, le droit des sociétés, le droit du travail et de la protection sociale, le droit fiscal, la réglementation des marchés financiers, la protection des investisseurs, les marchés financiers, le système bancaire, les taux d'intérêt, la liquidité et la disponibilité du crédit, etc.

Le présent chapitre a pour ambition, donc, d'étudier les facteurs à la base de la naissance et de la dynamique du capital-investissement. Une telle analyse est particulièrement importante pour cerner les déterminants du capital-investissement et saisir l'évolution du secteur dans le temps. La littérature sur le sujet nous permet d'identifier un certain nombre de moteurs potentiels de l'activité d'investissement en capital-investissement. Ceux-ci peuvent être classés en trois grands piliers, à savoir : ceux liés à l'environnement économique et financier, ceux associés à l'environnement juridique et institutionnel et ceux relatifs à l'environnement entrepreneurial. Dans ce chapitre, nous expliquerons chacun de ces piliers en tant que déterminant de la dynamique du capital investissement au Maroc, chose qui va nous permettre de dégager les variables que nous pouvons utiliser dans notre modèle empirique.

¹⁰⁵ En Suède, le retard de développement du capital-investissement par rapport aux États-Unis est compensé par le rôle important joué par le gouvernement suédois au cours des deux dernières décennies dans la réduction des obstacles macroéconomiques, qui a permis au pays de figurer parmi les dix premiers pays pour le capital-investissement en termes d'investissement total par rapport au PIB (Lerner et Tåg, 2013).

Section 1 : Les déterminants économiques et financiers

Le marché du capital-investissement est par essence porté par les opportunités de croissance importantes dans une économie de marché. Une étude du marché du capital-investissement développé, comme aux États-Unis et en Europe, montre que les conditions économiques et financières sont propices au développement de cette industrie. Le développement que connaissent les pays en développement en matière de capital-investissement est également étroitement lié aux progrès économiques et financiers réalisés par ces pays depuis les années 1990 (Surineni, 2012).

1. Les déterminants économiques

La revue de la littérature montre que le taux d'inflation, le taux de croissance économique, le taux d'intérêt, le degré d'ouverture, le taux de chômage et les investissements directs étrangers sont autant de facteurs qui stimulent le secteur du capital-investissement.

1.1. Le niveau du produit intérieur brut (PIB) et le taux de croissance économique

Il ressort des travaux de recherche que le PIB et la croissance du PIB sont les déterminants les plus importants et que tous les deux sont étroitement liés à l'activité de capital investissement.

Les travaux de Gompers et Lerner (1998) ont ouvert la voie à l'élaboration d'un cadre théorique pour les déterminants du capital investissement, en intégrant le taux de croissance du produit intérieur brut (PIB) comme facteur pouvant affecter le volume des investissements en capital. À la lumière des résultats obtenus, les auteurs ont constaté que le taux de croissance du PIB a un effet positif et significatif sur les opérations de capital-risque et de capital-développement. En effet, lors des phases de croissance économique, le niveau de consommation de biens et de services est très important. Cela encourage les entrepreneurs à se lancer dans les créations de nouvelles entreprises et de nouveaux produits et services pour réaliser du profit. C'est cette augmentation du niveau de l'esprit d'entreprise qui engendre une augmentation de la demande de fonds de capital-risque et de capital-développement (Cerveaux, 2014). En étudiant trois segments du capital-investissement, à savoir le capital amorçage, le capital-risque et les LBO, Meyer (2006) examine la corrélation entre le taux de croissance du PIB et le niveau d'activité du capital-investissement sur un échantillon de 20 pays européens pour la période 1994-2005. Les résultats économétriques indiquent la

présence d'une corrélation significative et positive entre le taux de croissance du PIB et les flux de capital-investissement qui diffère selon les segments¹⁰⁶. Lounes (2012) a réalisé une étude sur les données trimestrielles du capital-risque américain de 1970 à 2008 en utilisant un modèle vectoriel à correction d'erreurs. Il ressort des conclusions empiriques que, sur le long terme, l'investissement en capital-risque aux États-Unis est principalement influencé par le PIB¹⁰⁷. D'autres études ont également souligné l'importance du niveau de PIB comme déterminant de la dynamique du capital risque¹⁰⁸. Certaines études ont trouvé que l'influence du niveau du PIB et le taux de croissance du PIB ne sont pas significatives sur la dynamique du capital investissement (pour ce qui est du niveau du PIB voir par exemple Schröder (2011) et Bonini and Alkan (2012) et Cumming and Li (2016) ; pour ce qui est de taux de croissance PIB, voir par exemple Jeng and Wells (2000) et Cumming and Macintosh (2006)).

1.2. Le taux d'intérêt

Gompers, Lerner, Blair et Hellmann (1998) ont été les précurseurs à analyser l'effet du taux d'intérêt sur les flux de capital-investissement (les flux de capital-risque et de capital-développement) aux États-Unis entre 1972 et 1994. Cette étude repose sur l'hypothèse qu'une augmentation du taux d'intérêt sur les opérations de dépôt se traduirait par une diminution de l'offre de capital-risque aux investisseurs¹⁰⁹. Selon eux, le taux d'intérêt réel a un effet négatif sur le montant des opérations de capital-risque et de capital-développement si l'on analyse les opérations de capital-investissement séparément, et un effet positif si elles sont combinées. En matière d'opérations de LBO, une étude de l'Autorité des Marchés financiers (AMF) conduite par Pansard (2007) révèle qu'un niveau bas des taux d'intérêt réels encourage les opérations de LBO en allégeant le coût du crédit et en favorisant les rachats à effet de levier

¹⁰⁶ Une augmentation de 0,1 % du PIB entraîne une hausse des investissements des LBO de 0,21 %, d'un accroissement de 0,4 % pour le capital-risque et de 1,02 % pour le capital amorçage.

¹⁰⁷ L'auteur estime qu'une hausse de 1% du PIB américain se traduit, toutes choses égales par ailleurs, par une augmentation de 3,30% de l'investissement en capital-risque.

¹⁰⁸ Il s'agit par exemple de Chen et al. (2010), Carvell et al. (2013), Cumming et al. (2016), Félix et al. (2013), Aggarwal and Goodell (2014), Bozkaya and Kerr (2014) et Hain et al. (2016). Pour le taux de croissance du PIB on peut noter par exemple les études de Romain and van Pottelsberghe (2004), Cherif and Gazdar (2009), Li and Zahra (2012), Ning et al. (2015), Armour et Cumming (2016) et Hain et al. (2016).

¹⁰⁹ Pour expliquer cela, les auteurs proposent deux hypothèses. Selon le premier point de vue, une augmentation des taux d'intérêt réels conduirait à une diminution des activités de capital investissement en augmentant l'attractivité des investissements concurrents dans des transactions telles que les obligations présentant des risques plus faibles (Bernoulli, 1738). Selon la deuxième hypothèse, une augmentation du taux d'intérêt réel entraînerait une augmentation du coût du crédit, ce qui conduirait à une réduction des créations d'entreprises et des projets de croissance, limitant ainsi l'investissement en capital (Cerveaux, 2014, Op Cit, P.94).

essentiellement financés par la dette bancaire. Cette conclusion est corroborée par l'étude empirique de Ljungkvist et al. (2007), basée sur un échantillon de 2 274 LBO concernant la période allant de 1981 à 2000 et par l'étude d'Axelson et al. (2008) portant sur un échantillon de 1 157 LBO entre 1980 et 2008. Les deux études trouvent la présence d'une corrélation significative et positive entre le taux d'intérêt réel et le niveau des opérations de LBO.

En se basant sur les opérations de capital-risque dans 16 pays de l'OCDE entre 1990 et 2000, l'étude de Romain et Van Pottelsberghe (2004) a apporté une contribution intéressante aux travaux précédents¹¹⁰. Il ressort des conclusions de cette étude empirique que le taux d'intérêt a un impact positif sur les investissements en capital-risque, aussi bien à court qu'à long terme. Par ailleurs, d'autres études montrent qu'il existe une corrélation positive entre les taux d'intérêt et l'activité de capital-risque. Il s'agit notamment des travaux de Schröder (2011), de Félix *et al.* (2013), et de Ning *et al.* (2015). En revanche, pour Cumming et Macintosh (2006), la corrélation est plutôt négative. Bonini et Alkan (2012) trouvent que cette corrélation n'est pas du tout significative.

1.3. Le taux d'inflation

Pendant une période de forte inflation, un pays devient moins attractif pour l'offre de capital investissement en raison de l'augmentation générale du niveau des prix. L'inflation profite aux débiteurs (emprunteurs) au détriment des créanciers (prêteurs). L'inflation peut également entraîner une hausse du chômage, une baisse de la croissance économique et des problèmes de balance des paiements (Mohr & Fourie, 2014 ; Muneer et al., 2017)¹¹¹. La littérature sur la relation entre le taux d'inflation et l'offre de capital-investissement n'est pas concluante. Bonini et Alkan (2009) ont révélé qu'un niveau d'inflation plus élevé limite les investissements en capital-risque. Diaconu (2012) et Ning et al. (2015) ont constaté qu'il n'y a pas de lien significatif entre l'inflation et l'offre de capital-risque. Toutefois, la plupart des études semblent soutenir qu'il existe une relation inverse entre un niveau élevé d'inflation dans l'économie et l'investissement en capital-risque (Oni, 2017).

¹¹⁰ Les auteurs utilisent une mesure du taux d'intérêt à court terme pour les crédits associés aux dépôts d'une durée inférieure à un an et une mesure du taux d'intérêt à long terme pour les dépôts d'une durée de dix ans.

¹¹¹ Cité par Oni, O. (2017). Determinants of Venture Capital Supply in Sub-Saharan Africa. *Journal of Economics and Behavioral Studies*, 9(4 (J)), 87-97, P.88

1.4. Le taux de chômage

Le chômage est un problème économique majeur¹¹². Plusieurs études se sont penchées sur le lien entre le chômage et l'offre de capital-risque. Une étude de Diaconu (2012) n'a trouvé aucun lien significatif entre le chômage et l'offre de capital-risque. L'auteur soutient que le taux annuel de chômage de longue durée n'a pas d'impact sur le capital-risque. Félix et al (2013) ont constaté qu'il existe une relation inverse entre le chômage et l'offre de capital-risque. De même, Mishkin (2010) ainsi que Marti et Balboa (2001) ont soutenu une association négative entre le chômage et l'offre de capital-risque. La littérature sur le chômage et l'offre de capital investissement n'est pas concluante. Il est donc nécessaire d'étudier la relation entre le chômage et l'offre de capital-risque (Oni, 2017).

1.5. L'investissement direct étranger (IDE)

Un rapport de la Banque mondiale (2012) a précisé que l'IDE¹¹³ stimule la croissance économique du pays d'origine en stimulant la production et l'exportation. Il existe peu de littérature sur l'investissement direct étranger en tant que déterminant de l'offre de capital investissement. Néanmoins, Agmon et Messica (2008), dans une étude réalisée en Israël, ont constaté que les sociétés de capital-risque agissent comme des intermédiaires financiers et de risque et fournissent des fonds sectoriels spécifiques pour les investissements financiers directs étrangers. Cette étude soutient que les pays ayant des flux d'investissements directs étrangers élevés devraient être plus attractifs pour l'offre de fonds de capital-risque. Ptacek et al. (2015) ont, eux aussi, identifié une influence positive des IDE sur la dynamique du capital-risque et du capital-investissement en République tchèque sur la période allant de 2007 à 2013.

1.6. Le degré d'ouverture

L'élimination ou la réduction des coûts des transactions financières est au centre du développement financier. En d'autres termes, le développement financier est lié à l'élimination ou à la réduction des coûts encourus dans le processus de réalisation des transactions au sein du système financier. Cette réduction des coûts de transaction crée des marchés, des intermédiaires et des contrats financiers (Banque mondiale, 2013). Le

¹¹² Mohr et Fourie (2014) ont expliqué que les coûts du chômage sont importants et comprennent : (1) la perte de revenus ; (2) le choc et la frustration ; et (3) la faim, le froid, la mauvaise santé et même la mort.

¹¹³ L'investissement direct étranger (IDE) est le flux net d'investissements visant à acquérir une participation durable dans la gestion (10 % ou plus des actions avec droit de vote) (Kandiero et al., 2006).

développement financier et l'ouverture commerciale¹¹⁴ ont été considérés comme des catalyseurs importants de la croissance économique par le biais d'une augmentation des investissements, qu'ils soient privés ou publics. C'est dans ce sens que l'ouverture commerciale peut être considérée comme déterminant de la dynamique du capital investissement (Boachie et al., 2020).

La littérature sur l'ouverture commerciale en tant que déterminant de la dynamique du capital d'investissement est peu abondante. Les pays à économie ouverte sont impliqués dans le commerce et la finance internationale (Mohr & Fourie, 2014). Les auteurs expliquent en outre que la mondialisation peut élargir les opportunités pour les personnes dans une économie ouverte par l'accès à de nouveaux marchés, une plus grande production de biens échangés, le partage des connaissances, l'augmentation de l'efficacité des ressources et une augmentation du bien-être économique.

2. Les déterminants financiers

Le capital-investissement est un produit financier. De ce fait, son fonctionnement dépendra également du dynamisme du secteur financier. La question de l'importance d'un marché financier performant pour le développement du secteur du capital-investissement suscite un débat récurrent. En effet, un marché financier prospère fournit de bonnes opportunités de sortie pour les sociétés de capital-investissement et crée de la valeur pour les entreprises financées. En outre, un marché où les activités d'investissement des fonds de pension sont peu restreintes peut stimuler les activités de capital-investissement par le biais des entrées de fonds. Dans cette veine, trois aspects essentiels sont analysés dans la littérature à savoir le niveau de développement du marché financier, les opérations d'introduction en bourse et la liquidité et la rentabilité du marché financier.

2.1. Le niveau de développement du marché financier

Une des premières études qui attestent le rôle important joué par le marché financier en matière de capital-investissement a été fournie par Black et Gilson en 1998. Les auteurs évoquent la portée des marchés financiers développés¹¹⁵ à travers une analyse comparative

¹¹⁴ L'ouverture au commerce est définie comme $((\text{importations} + \text{exportations})/\text{PIB})$ pour l'ensemble de l'économie et séparément pour trois secteurs (primaire, manufacturier et services) (Kandiero et al., 2006).

¹¹⁵ La définition du développement financier que nous utilisons est axée sur la disponibilité de capitaux externes pour les entreprises et les entrepreneurs (Rajan et Zingales, 2003), plutôt que sur l'accès des individus aux services financiers - par exemple, l'accès aux services bancaires ou la numérisation des méthodes de paiement.

des marchés de capital-risque aux États-Unis, au Royaume-Uni, au Japon et en Allemagne. Selon les résultats de cette étude, une plus grande intensité et des rendements plus élevés du financement du capital-risque sont enregistrés dans les pays où le ratio de capitalisation boursière par rapport au PIB est particulièrement élevé. Par ailleurs, Schertler (2003) souligne la relation positive entre le développement des marchés boursiers et le capital-risque en se servant d'un modèle de données de panel dynamique. Il estime que la capitalisation boursière a un impact positif significatif sur les investissements de capital-risque en phase de démarrage. En outre, la présence d'un marché boursier actif et bien développé accélérera le processus du capital investissement et la circulation des capitaux et mettra à la disposition des entreprises plus innovantes des capitaux de financement et des conseils de gestion (Lerner et Tåg, 2013). D'autres résultats semblables sont fournis par la plupart des études (Armour and Cumming, 2016; Carvell et al., 2013; Cumming and MacIntosh, 2006; Cumming et al., 2016; Da Rin et al., 2006; Groh and Wallmeroth, 2016; Guler and Guillén, 2010; Li and Zahra, 2012; Ning et al., 2015; Schröder, 2011), même si nous relevons certaines exceptions (Bonini et Alkan, 2012 ; Félix et al., 2013).

2.2. Les opérations d'introduction en bourse

Le principal but de toutes les sociétés de capital-investissement est de dégager un bon rendement du capital investi, étant donné que le nombre de sorties réussies a une forte incidence sur leur aptitude à lever de nouveaux fonds. De ce fait, les possibilités de sortie d'un investissement revêtent une dimension très significative dans la décision d'un investisseur d'investir ou non dans une entreprise. Une sortie réussie d'une IPO contribue également à une meilleure reconnaissance de la marque et à une meilleure réputation de l'entreprise elle-même sur le marché. En ce sens, le marché financier assume la fonction d'orientation de l'investissement, puisqu'une introduction en bourse réussie attirera davantage d'entrepreneurs à risque à travailler dans le même secteur et davantage de sociétés de capital-investissement à y investir (Wang et Wan, 2013).

Le financement par capital-investissement est un mécanisme qui requiert en définitive une sortie de l'investissement. Parmi les moyens préférés par lesquels les fonds de capital-investissement sortent de leurs investissements, nous trouvons l'IPO¹¹⁶ (Black et Gilson,

Pour une discussion approfondie des multiples dimensions du développement financier, voir le cadre de développement financier mondial de la Banque mondiale (Cihak et al. 2012).

¹¹⁶ Parmi les autres modalités de sortie possibles, Félix et al. (2013) intègrent pour la première fois les fusions et acquisitions (F&A) comme un déterminant susceptible de stimuler le marché du capital investissement. Ils estiment que la dynamique des fusions et acquisitions exerce une influence significative sur les investissements

1998 ; Fleming, 2004 ; Cumming et al., 2006). Ainsi, la possibilité de générer des plus-values par le biais d'une IPO est généralement perçue comme primordiale pour l'existence d'un marché actif du capital investissement (Grilli et al., 2019). Par ailleurs, de nombreuses études confirment l'importance d'un marché actif des introductions en bourse pour le développement des activités de capital-investissement. Black et Gilson (1998) exposent l'un des premiers travaux de recherche portant sur cet argument. Ils examinent la portée de la relation entre les introductions en bourse et l'apport de capitaux aux fonds de capital-risque au fil du temps aux États-Unis et trouvent qu'il est probant que les introductions en bourse provoquent une levée de fonds l'année suivante. Dans le même ordre d'idées, Bonini et Alkan (2012) mettent en évidence le rôle positif du nombre d'introductions en bourse sur les investissements de capital-risque en amorçage. Sous réserve de quelques exceptions (Gompers et Lerner, 1999 ; Jeng et Wells, 2000), il est manifeste que les introductions en bourse et les activités de capital-risque ont une relation positive et significative (Carvell et al., 2013 ; Felix et al., 2013 ; Groh et Wallmeroth, 2016 ; Ning et al., 2015).

2.3. Liquidité et rentabilité du marché financier

De nombreuses recherches empiriques portant sur les déterminants du capital investissement attestent la présence d'une corrélation positive entre le volume des transactions de capital-investissement et la liquidité des marchés financiers. Ce rapport trouve son explication dans la théorie du « *cycle du capital investissement* » de Gompers et Lerner (2001). Pour cette théorie, le processus d'investissement est scindé en trois étapes¹¹⁷. Lors de la première étape, les fonds de capital investissement lèvent des capitaux auprès d'acteurs économiques, en excédant de liquidité, recherchant un rendement supérieur à celui des marchés financiers. Puis, les fonds de capital investissement analysent et sélectionnent les projets qui optimisent le mieux le couple rendement/risque et procèdent à l'achat de parts sociales dans plusieurs entreprises afin de diversifier leur portefeuille d'investissement. Enfin, lors de la troisième étape, les fonds de capital investissement convertissent les parts sociales

de capital-risque. Par ailleurs, il ressort de cette étude que la présence d'un marché actif des fusions et acquisitions renforce le marché du capital investissement même en cas de faible dynamique des introductions en bourse. À ce propos, il est utile de souligner que, selon Groh et Wallmeroth (2016), le marché des fusions et acquisitions est plus important dans les économies développées que dans les économies en développement (Grilli et al., 2019).

¹¹⁷ Ces trois étapes sont :

- La levée de fonds.
- L'investissement des capitaux dans des entreprises.
- La vente des parts sociales

de leurs portefeuilles en monnaie courante (Cerveaux, 2014). C'est à ce moment que les investisseurs encaissent le montant des plus-values réalisées. Ce stade est décisif pour les fonds de capital investissement pour deux raisons. D'une part, sur le plan financier, il permet aux dirigeants de fonds de bénéficier d'une rémunération indexée à la performance des opérations réalisées. D'autre part, le degré de réussite de sorties des opérations réalisées détermine également le réinvestissement des bénéfices dans de nouvelles prises de participations (Cerveaux, 2014).

Dans le même ordre d'idées, les travaux menés par Black et Gilson (1997, 1999) concernant les opérations de capital-investissement aux États-Unis, au Japon et en Allemagne soulignent que l'effet de la liquidité du marché financier sur le niveau des opérations de capital-investissement varie également en vertu de la nature des arrangements contractuels conclus entre les investisseurs et le fonds. Il s'agit en particulier de la présence ou non d'une disposition de sortie par le biais d'une OPA dans le contrat d'investissement établi par les deux partenaires au moment du démarrage du pacte de collaboration (Cerveaux, 2014). Cette constatation est appuyée par le rapport de la Banque européenne d'investissement (2001), qui souligne la place primordiale de la liquidité des marchés financiers dans la détermination de l'offre de capital-investissement. Ce rapport indique qu'une faible liquidité des marchés financiers se traduit par une moindre probabilité de succès des introductions en bourse d'opérations de capital-investissement et, par conséquent, le réinvestissement des bénéfices futurs dans de nouveaux projets d'investissement (Cerveaux, 2014).

Section 2 : Les déterminants réglementaires et institutionnels

Les déterminants à caractère réglementaire et institutionnel représentent un autre volet qui fera l'objet d'une étude dans le cadre de cette thèse. Il est essentiel de repérer les variables les plus pertinentes de ces deux environnements de façon à pouvoir analyser comment peut aider les entreprises et les investisseurs à renforcer l'écosystème du capital investissement et à mettre en place des dispositifs légaux adaptés afin de développer leur activité.

1. Les déterminants réglementaires

Le cadre réglementaire a suscité un nombre croissant de publications qui confirment son rôle en matière de capital-investissement. Dans ce cadre, la recherche scientifique souligne

notamment le rôle de système juridique, la politique fiscale, la protection des investisseurs et la réglementation du marché du travail¹¹⁸.

1.1. Le système juridique

Le système juridique d'un pays exerce une incidence significative sur les activités de capital-investissement, dans la mesure où il permet de fixer et de respecter des contrats efficaces entre les SCI et entreprises, et où il conditionne les rapports entre investisseurs et entreprises sur les aspects de sélection, de financement, de suivi et de sortie. Bottazzi et al. (2009) soutiennent que si la protection juridique de leurs droits est rigoureuse, les investisseurs en capital-risque tendent à offrir aux entrepreneurs une assistance et des services de conseil à valeur ajoutée qui vont dépasser le cadre du contrat et à encourager le renforcement de leurs compétences dans ce domaine, car un bon environnement juridique garantit que ces activités seront rentables pour les investisseurs en capital-risque à leur sortie. Selon Lerner et Schoar (2005), lorsque le système juridique est fragile et que les contrats sont peu efficaces, les sociétés de capital-investissement optent davantage pour une prise de participation directe dans les entreprises au lieu de recourir à des contrats plus complexes tels que des actions privilégiées convertibles, et les investissements présentent généralement des niveaux d'évaluation et de rentabilité inférieurs. Un cadre juridique adéquat se traduit par un processus d'investissement plus rapide et une meilleure participation au conseil d'administration, en raison de la réduction de la bureaucratie, de la meilleure exécution des contrats et de la disponibilité d'un plus grand nombre d'informations sur les activités des entreprises (Cumming et al. 2010). En outre, des travaux de recherche théorique plus fondamentaux (La porta et al., 2008, 2000, 1997 ; Botero et al., 2004)¹¹⁹ considèrent que le système juridique occupe une place importante dans la diversité institutionnelle, car ils soutiennent que celui-ci fixe le régime de la propriété dans l'économie de marché et peut expliquer les différences de réglementation du marché du travail entre les pays, et que l'origine juridique a une forte empreinte sur toute la vie économique. Bonini et Alkan (2012) étudient des données de panel concernant 16 pays dans le monde entre 1995 et 2002 et

¹¹⁸ Dans la mesure où le capital-investissement représente une activité à double sens, comprenant à la fois l'offre et la demande, ces dispositions réglementaires peuvent également influencer l'activité du capital-investissement dans les deux sens.

¹¹⁹ La Porta et al. (1997) classent les systèmes juridiques en quatre catégories : anglais, français, allemand et scandinave. Alors que le droit anglais désigne la tradition de « *common law* », les autres systèmes juridiques sont classés dans la catégorie du droit civil, qui diffèrent par le degré de protection des droits des actionnaires et des créanciers. Le système juridique français est considéré comme le plus faible à cet égard, tandis que le système juridique anglais fournit la meilleure base pour ces protections juridiques.

intègrent l'impact du système juridique qui prévaut dans chaque pays comme variable de contrôle. Les auteurs constatent que le système juridique reflète une proportion significative de la disparité transnationale des activités de capital-risque. Ainsi, les pays dotés d'un système juridique fondé sur le système anglais affichent un niveau d'investissement en capital-risque nettement supérieur à celui des pays dotés du système français, allemand et scandinave¹²⁰.

1.2. La protection des investisseurs

La littérature empirique est controversée sur le rôle de la protection des investisseurs dans la dynamique du capital investissement. Certaines études estiment que la protection des investisseurs est sans incidence sur le secteur du capital investissement, tandis que d'autres indiquent qu'il joue un rôle important. Dans une étude réalisée en 2016, Groh et Wallmeroth analysent la relation entre la réglementation sur la protection des investisseurs et la dynamique du marché de capital investissement, en se basant sur des données de panel de 118 pays pour la phase 2000-2013. Pour évaluer la protection des investisseurs de façon plus détaillée, ils ont eu recours à un indice de transparence qui prend en compte les exigences de divulgation des transactions financières dans un système économique. L'impact de cette variable sur l'attraction des investissements en capital-risque en pourcentage du PIB est positif et statistiquement significatif au niveau de 5%.

Guler et Guillén (2010) fournissent aussi un autre argument intéressant qui démontre le rôle de la protection des investisseurs sur le plan de l'internationalisation des SCI. Sur la base des données d'un échantillon de 216 sociétés américaines de capital-risque investissant dans 95 pays durant la période 1990-2002, ils constatent que les sociétés de capital-risque se lancent sur les marchés étrangers en se fondant sur les caractéristiques spécifiques des pays d'accueil et plus précisément sur un système juridique fiable qui préserve les droits des investisseurs. Cela signifie que l'entrée dans un nouveau pays dépend du degré de protection des droits des investisseurs qui existent au sein de ce pays.

1.3. Les règles de transparence des entreprises

Jeng et Wells (2000) estiment qu'un pays disposant de règles comptables strictes stimule la croissance du capital-risque et du capital-développement en renforçant la transparence financière des entreprises. Selon les auteurs, une réglementation comptable

¹²⁰ L'importance de l'origine du système juridique semble perdre de son influence dès lors que la protection des investisseurs est intégrée au modèle économétrique, ce qui semble indiquer que ces deux concepts peuvent se substituer l'un à l'autre (Aggarwal et Goodell, 2014).

stricte contribuerait à diminuer les coûts associés aux asymétries d'information qui caractérisent le financement des jeunes entreprises à haut niveau de risque. Pour ce faire, ils proposent un modèle économétrique qui intègre le niveau de réglementation en matière de publication de l'information financière à partir d'un indice représentatif des sociétés cotées ayant des spécificités proches de celles des jeunes entreprises. Les résultats empiriques infirment l'hypothèse des auteurs concernant l'effet de degré de réglementation comptable sur le capital-risque et le capital-développement, puisque le coefficient calculé est significativement négatif, ce qui signifie qu'une transparence comptable élevée dégrade au contraire le volume de ces opérations. Cette constatation est due au fait que l'absence de cette contrainte réglementaire est indispensable pour le capital-risque et le capital-développement puisque les entreprises financées sont propriétaires d'une innovation non encore valorisée commercialement et que l'information sur l'entreprise représente donc un avantage concurrentiel qui ne doit pas être communiqué (Cerveaux, 2014). En outre, dans leur étude, Cumming et al. (2012) soulignent qu'en dehors du capital-risque et du capital-développement, la confiance des investisseurs institutionnels est plus importante pour les autres segments du capital-investissement lorsque les règles comptables sont plus strictes, ce qui se traduit par une hausse des montants investis par ces investisseurs. Cette conclusion est confortée par les travaux de Cumming et Walz (2004) qui, sur la base de 5 000 opérations de LBO menées dans 39 pays, indiquent que des règles comptables strictes ont un effet significatif et positif sur le rendement des opérations de cette activité (Cerveaux, 2014).

1.4. La réglementation du marché du travail

La question de la place de la réglementation du marché du travail par rapport aux marchés du capital-risque a été amplement examinée. Plusieurs études ont montré le lien existant entre le degré de rigidité du marché du travail¹²¹ et l'activité de capital-risque. En fait, cette réglementation est supposée influencer particulièrement sur la demande en agissant sur le nombre d'entrepreneurs qui ont recours à un financement (Lerner et Tåg, 2013). Une réglementation trop rigide du marché du travail est susceptible de représenter un handicap pour les entrepreneurs, dans la mesure où elle alourdit les coûts relatifs à la création et à la croissance de l'entreprise (Fonseca et al., 2001).

¹²¹ La rigidité du marché du travail dépend de plusieurs facteurs dont l'indemnisation du chômage, la législation sur la protection de l'emploi, la réglementation des marchés de produits à caractère anticoncurrentiel, la fiscalité, les salaires minimums ou encore le taux de syndicalisation (Heyer et al., 2012).

Sahlman (1990) a montré, dans le cadre de sa recherche sur les opérations de capital-risque aux États-Unis sur la période 1980-1988, que le degré de rigidité du marché du travail constituait un sérieux handicap quant à la promotion du capital-risque et du capital-développement. Selon lui, le degré de mobilité des salariés d'un pays est fonction des coutumes et de la vie sociale¹²². En outre, il ressort de l'étude de Jeng et Wells (2000) sur les investissements de capital-risque et de développement effectués dans 21 pays de l'OCDE au cours de la période 1986-1995 que le degré de rigidité du marché du travail dans un pays est un critère dont tiennent compte les gestionnaires de fonds internationaux de capital-risque et de capital développement dans le choix des possibilités d'investissement (Cerveaux, 2014).

Bonin et Alkan (2012) évaluent les rigidités du marché du travail en se servant de l'indice de la législation de protection de l'emploi de l'OCDE. Ce paramètre est établi à partir de l'agrégation de 18 critères de mesure de base qui reflètent la vigueur du cadre juridique régissant l'embauche et le licenciement des employés. Ils estiment que l'activité d'investissement en capital-risque est freinée par la rigidité accrue de la réglementation du marché du travail. Nous trouvons des résultats similaires dans d'autres études. Entre autres, il convient de mentionner celle de Bozkaya et Kerr (2014). Les auteurs ont révélé de façon empirique qu'une réglementation forte en matière de protection de l'emploi a freiné la croissance du marché du capital-risque entre 1990 et 2008 en Europe et, en particulier, dans les secteurs où la volatilité du travail est plus importante. Les réglementations strictes en matière d'emploi sont susceptibles d'entraver l'activité de LBO également. Même si les investisseurs de LBO ne ciblent généralement pas les entreprises des secteurs de haute technologie ou au stade de l'investissement initial, leurs investissements nécessitent souvent des restructurations de la main-d'œuvre. Par conséquent, la différence entre l'évaluation actuelle et la valeur potentielle doit tenir compte des coûts du rachat et de la réorganisation (Bozkaya et Kerr, 2009).

Bernoth et al. (2010) prolongent ces recherches en examinant les répercussions du niveau des coûts unitaires de main-d'œuvre sur les investissements en capital investissement. La recherche empirique menée par les auteurs est axée sur 14 pays européens au cours de la période 2001-2008. Cette étude révèle qu'une hausse du taux de croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre diminue le niveau des transactions de capital-investissement. Cette situation se justifie en ce sens qu'une augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre réduit la rentabilité des investissements. Les auteurs de cette étude considèrent qu'un taux de

¹²² C'est le cas au Japon, par exemple, où le fait de se retirer d'une entreprise est jugé à la fois honteux et entraîne la perte des gains liés à l'ancienneté (Hall, E. et Hall, M., 1994).

croissance élevé des coûts unitaires de main-d'œuvre réduit l'attrait d'un pays pour les opérations de capital-investissement (Cerveaux, 2014).

1.5. La réglementation fiscale

Le système fiscal d'un pays exerce une influence sur les opérations de capital-investissement de multiples manières : stimulation de l'apport de capitaux par les fonds, incitation à l'esprit d'entreprise, accès à l'investissement, établissement de contrats entre les investisseurs en capital et les entrepreneurs, élaboration de systèmes de contrôle, bénéfice dégagé lors de la sortie... etc. Toutefois, parmi les mesures fiscales qui ont un profond effet sur le capital-investissement, la littérature scientifique se focalise principalement sur l'imposition des plus-values des sociétés et sur le système d'imposition des sociétés.

1.5.1. L'imposition des plus-values

Selon plusieurs chercheurs, le degré de taxation des plus-values dans un pays a une incidence sur le niveau du capital d'investissement. L'étude Poterba (1989) a montré qu'une réduction du taux d'imposition des plus-values induit une hausse des investissements en capital-risque et un plus fort bénéfice net sur les investissements. Tout d'abord, une imposition réduite des plus-values est susceptible de stimuler l'offre de fonds de capital-risque en améliorant le bénéfice après impôt résultant de ce type d'investissement en comparaison avec les autres options en la matière¹²³. En outre, un allègement de la pression fiscale pesant sur les salaires et les plus-values permettrait de renforcer la demande de capital-risque en motivant un plus grand nombre de personnes qualifiées à se lancer dans une carrière d'entrepreneur et, ce faisant, en augmentant le potentiel de transactions pour les fonds de capital-risque (Poterba, 1989).

Une autre étude intéressante menée par Da Rin et al. (2006) à partir d'un panel de données concernant 14 pays européens constate les régimes d'imposition des plus-values des entreprises peu élevées ont un impact positif significatif. Les auteurs de cette étude montrent en particulier qu'un régime fiscal peu favorable freine les investissements de jeunes entreprises dans des projets de haute technologie. Gompers et Lerner (1999) estiment que les mesures de baisse de l'imposition des plus-values aux États-Unis ont motivé les gens à se lancer dans la vie d'entrepreneur, de sorte qu'ils ont encouragé le dynamisme de l'industrie du

¹²³ Il s'agit des autres classes d'actifs comme les actions cotées, les obligations privées, l'immobilier et les bons de trésor.

capital investissement dans les années 1980. Récemment, Cumming et Li (2016), obtiennent les mêmes résultats.

Néanmoins, le rapport entre la dynamique du capital investissement et le régime d'imposition des plus-values n'est pas sans nuances. À titre illustratif, Jeng et Wells (2000), en se basant sur une étude de 21 pays du monde entier et sur des données relatives aux taux d'imposition des plus-values des particuliers, ne trouvent aucun lien significatif entre l'imposition des plus-values des entreprises et l'activité de capital-risque.

1.5.2. L'impôt sur les sociétés

Plusieurs travaux ont été publiés pour témoigner de la place de l'impôt sur les sociétés dans la dynamique du capital investissement. Une étude d'Aylward (1998), portant sur 410 transactions menées par 53 fonds de capital-risque et de développement répartis dans 19 pays en développement, fait apparaître que l'introduction graduelle d'incitations fiscales a entraîné une hausse importante de la levée de fonds en Chine de 1992 à 1995. Selon Bonini et Alkan (2012), tout comme Romain et van Pottelsberghe (2004), un niveau élevé d'impôt sur les sociétés a une incidence défavorable sur le secteur du capital investissement. Dans la même perspective, Schröder (2011) aboutit à des résultats similaires en exploitant les données sur le capital-risque de 15 pays européens entre 1995 et 2005. Il ressort de tous ces travaux qu'un faible taux d'imposition des sociétés améliore le retour sur investissement des sociétés, tant pour les investisseurs en capital que pour les actionnaires, en augmentant la rentabilité actuelle des futurs revenus (après impôts) des sociétés. Bedu et Montalban (2014) exposent une autre démarche pertinente, en examinant le lien entre les incitations fiscales¹²⁴ et l'activité de capital-risque. Selon eux, il apparaît clairement qu'un régime de taux d'imposition favorable favorise le dynamisme de l'activité de capital-risque.

À la lumière de ce qui précède, nous affirmons que la politique fiscale est un facteur institutionnel déterminant pour le secteur du capital investissement. En général, les travaux de recherche révèlent que tant le niveau bas en matière de taux d'imposition des sociétés que les régimes fiscaux favorables ont contribué au développement de l'industrie du capital

¹²⁴ Dans leur étude, les auteurs se servent d'une variable qui décrit le poids de l'environnement fiscal pour les dirigeants et les personnes physiques pour les sociétés d'investissement et les fonds de gestion. Cette variable correspond à la moyenne arithmétique de six sous catégories de variables : « (1) imposition des plus-values pour les particuliers, (2) taux d'imposition sur le revenu pour les particuliers, (3) moment de l'imposition des options sur actions (avant ou après la vente des actions), (4) méthode d'imposition des options sur actions, (5) possibilité d'intégrer des incitations liées aux performances pour les gestionnaires de fonds et (6) méthode d'imposition des intérêts. ».

investissement, en prenant en considération différentes périodes et différents pays. Deux études, celle de Jeng et Wells (2000) et celle de Groh et Wallmeroth (2016), ont mis en évidence un impact nul de la politique fiscale ; cette dernière étude apportant des preuves mitigées du rôle de l'impôt sur le bénéfice des sociétés sur l'activité de capital-risque, en fonction des pays étudiés. Dans le cas des économies émergentes, les auteurs trouvent un impact négatif et statistiquement significatif, tandis que dans les pays développés, les effets sont statistiquement non significatifs (Grilli et al, 2019).

2. Les déterminants institutionnels

Dans la revue de littérature, la place des institutions¹²⁵ publiques comme déterminant de l'activité du capital-investissement a été analysée à la lumière du niveau de corruption, de la stabilité politique et des politiques publiques (intervention publique (Lelux et Surlemont, 2003) et qualité des institutions publiques (par exemple les indicateurs de bonne gouvernance)¹²⁶).

¹²⁵ Les institutions sont « les règles du jeu dans une société, ou, plus précisément, les contraintes conçues par les hommes qui structurent l'interaction humaine. Par conséquent elles structurent les incitations dans les échanges humains, qu'ils soient politiques, sociaux ou économiques » (North, 1990, P. 3). Selon North (1990), il existe principalement deux catégories d'institutions : les institutions formelles, telles que les constitutions, les lois, les contrats gouvernementaux, les règlements et les droits de propriété, qui sont des règles écrites créées et appliquées par les gouvernements, les entreprises, les organisations et autres établissements ; et les institutions informelles, telles que les tabous, les coutumes, les pratiques et les traditions religieuses, qui sont des règles non écrites générées à partir d'informations transmises par la société et imposées par les gens à eux-mêmes afin de structurer leurs relations les uns avec les autres. Les institutions tant formelles qu'informelles contribuent à modeler le comportement humain en permettant et en limitant leurs activités.

¹²⁶ Pour Apaza (2008) les « Indicateurs mondiaux de la gouvernance » regroupent six dimensions de la « bonne gouvernance ». Pour synthétiser, l'auteur définit les « Indicateurs mondiaux de la gouvernance » de la manière suivante (Apaza, 2008, P.592) :

- Voix citoyenne et responsabilité : dans quelle mesure les citoyens participent-ils réellement au choix de leurs gouvernants, que ce soit par l'étendue de leur liberté d'expression, d'association, ou celle des médias ?
- Stabilité politique et absence de violence : perception de la probabilité selon laquelle le gouvernement pourrait être déstabilisé, renversé soit par des moyens inconstitutionnels, soit par la violence (violence politique ou terrorisme).
- Efficacité des pouvoirs publics : qualité des services publics, des fonctionnaires, et leur degré d'indépendance vis-à-vis des pressions politiques ; qualité des politiques publiques, aussi bien dans leur définition que dans leur application, mais aussi la responsabilité effective du gouvernement quant à ces politiques publiques.
- La qualité de la réglementation : capacité du gouvernement à formuler et appliquer des politiques et des réglementations adaptées qui favorisent le développement du secteur privé.
- L'État de droit : dans quelle mesure les citoyens ont-ils confiance dans les règles posées par la société, et les respectent-ils ; et, en particulier, qualité du contrat social, à travers la police et les juridictions, mais aussi le taux de criminalité et la violence.

2.1. La corruption

« *Transparency International* » définit la corruption comme « *l'abus d'un pouvoir confié pour des gains privés* ». Ce phénomène a pour origine le fait que les lois et les règlements ne sont pas suffisamment stricts ou que leur respect est trop peu rigoureux. Différentes recherches sur la corruption ont été réalisées. Une étude a révélé une relation claire entre la corruption et les investissements engagés dans un pays. Selon cette étude, si le niveau de corruption progressait de 1%, la croissance du PIB se réduisait de 0,72% (Mo, 2001). Mauro (1995) a montré dans son analyse que les pays développés sont généralement moins corrompus que les pays en développement. De plus, il a établi une forte corrélation positive entre la stabilité politique d'un pays et le degré d'efficacité de la bureaucratie. Parmi les plus importantes conclusions de cette étude, nous pouvons citer le fait que la corruption freine fortement la croissance économique.

Precup (2015) procède à une analyse des déterminants du marché du capital-investissement en Europe sur la base de déterminants déjà évalués auparavant en utilisant comme variables supplémentaires l'indice de corruption. Precup (2015) estime que l'indice de corruption est significatif pour rendre compte du développement de l'activité de capital-investissement en Europe. Groh et Wallmeroth (2016) soutiennent que la baisse des actes de corruption a une signification statistique positive sur les investissements de capital-risque. Bonini et Alkan (2012) ont examiné le rôle du contrôle de la corruption sans toutefois le trouver significatif pour la présence d'activités de capital-risque. Cherif et Gazdar (2011) évaluent les facteurs qui déterminent les investissements de capital-risque en Europe, en utilisant l'indice de liberté économique¹²⁷ fourni par « *The Heritage Foundation* ». Leur étude

-
- *La maîtrise de la corruption : si et dans quelle mesure la puissance publique est exercée à des fins privées en incluant à la fois petites et grandes formes de corruption, de même que la façon dont l'État a été « capté » par les élites et les intérêts privés.*

¹²⁷ Pour « *The Heritage Foundation* », la liberté économique est définie comme l'absence de toute capacité de coercition ou de contrainte de la part du gouvernement sur la production, la distribution ou la consommation de marchandises et de services au-delà de ce qui est nécessaire pour protéger et maintenir la liberté des citoyens. La liberté économique est censée favoriser la productivité et la croissance économique, en encourageant l'esprit d'entreprise et la création de valeur ajoutée. Plus une économie est estimée être libre (indice proche de 100), mieux le pays est classé. La liberté économique est mesurée à travers des indicateurs répartis en quatre catégories, qui sont divisées en douze sous-catégories équipondérées :

- Autorité de la loi - "*Rule of law*": property rights, judicial effectiveness, government integrity;
- Taille du gouvernement - "*Government size*": tax burden, government spending, fiscal health;
- Efficacité réglementaire - "*Regulatory efficiency*": business freedom, labor freedom, monetary freedom;
- Ouverture des marchés - "*Market openness*": trade freedom, investment freedom, financial freedom.

suggère que l'absence de corruption affecte de manière significative et positive les investissements en phase de démarrage.

2.2. La stabilité politique

La stabilité politique d'un pays est un facteur déterminant de la croissance économique (North, 1990). Le risque politique se présente lorsque la réglementation des affaires dans un pays, telle que la législation sur la production et les prix et la fiscalité afférente, peut être modifiée de manière soudaine et inattendue (Henisz, 2000). Selon Brunetti et Weder (1997), un lien négatif est observé entre l'incertitude institutionnelle et l'investissement privé.

Un environnement économique stable est primordial pour favoriser l'activité des entreprises et attirer les investissements. Les investisseurs recherchent un cadre sécurisant pour investir, en particulier dans les pays les moins développés. En effet, comme le soulignent Balboa et Martí (2001), la stabilité sociopolitique devrait représenter un signe positif pour un environnement d'investissement viable. Dans ce cadre, Bonini et Senem (2011) ont montré que le risque politique a un impact important sur l'environnement entrepreneurial et sur le secteur du capital-investissement. Guler et Guillén (2010) analysent la stabilité politique et estiment qu'elle a un impact positif sur l'activité de capital-risque.

2.3. La qualité de l'intervention publique

Les pouvoirs publics à travers le monde ont mis en place des fonds publics, qui interviennent de façon directe, pour favoriser le développement du secteur du capital-investissement. Cependant, de nombreuses études ont prouvé l'inefficacité de l'intervention directe du gouvernement par le biais de programmes ad hoc destinés à stimuler l'émergence et le développement de l'activité du capital investissement. Leleux et Surlemont (2003) affirment qu'il existe une corrélation entre une intervention publique importante et une industrie du capital investissement plus modeste ; cependant, les études ne confirment pas si les acteurs publics du capital-risque contribuent à la mise en place de l'industrie ou s'ils évincent les fonds privés. En examinant le cas du Canada sur la période 1977-2001, Cumming et Macintosh (2006) ont découvert que les fonds canadiens de capital-risque ont tendance à chasser les fonds privés de capital-risque. Armour et Cumming (2006) dans leur étude sur les données relatives au capital-risque européen, 1990-2003, concluent que les fonds de capital-risque des gouvernements européens ont évincé les investissements privés en capital-risque.

2.4. La qualité des institutions publiques

Parmi les travaux les plus importants sur la question de la complémentarité entre la dynamique du capital investissement et la qualité des institutions, nous mentionnons l'étude du Cherif et Gazdar (2011). Cherif et Gazdar (2011) analysent les facteurs déterminants la dynamique du de capital investissement en Europe on utilisant l'indice de liberté économique établi par la « *The Heritage Foundation* » comme mesure de la qualité institutionnelle. Les auteurs indiquent que la qualité des institutions influe différemment sur la levée de fonds et les investissements : si l'indice de liberté économique a un effet significativement positif sur la levée de fonds, il n'exerce pas d'influence significative sur les investissements en phase de démarrage. Li et Zahra (2012) se servent du « *World Government Index* », établi par Kaufmann et al. (2009) qui prend en compte plusieurs dimensions. Ils trouvent une relation positive et significative entre cette variable et l'activité de capital-risque, tant sur le nombre que sur le montant des investissements, au seuil de significativité statistique de 1%. En outre, Cumming et al. (2016) ont étudié la relation entre les indicateurs de qualité des pouvoirs publics et le capital-risque dans le cadre d'une analyse internationale des investissements en capital-risque dans les technologies propres. Sur la base d'un ensemble de données mondiales couvrant 31 pays sur la période 1996-2010, ils montrent que l'efficacité des pouvoirs publics a un impact positif et statistiquement significatif sur les opérations de capital-risque.

Section 3 : Les déterminants entrepreneuriaux

Pour promouvoir la création d'une industrie du capital-investissement et permettre un accès à des investissements intéressants, il est primordial pour un pays de se doter d'une véritable culture de la recherche et du développement. En effet, il existe une étroite corrélation entre les dépenses en recherche et développement et le nombre de brevets, d'une part, et les investissements en capital-investissement, d'autre part. Ainsi, Groh et Wallmeroth (2016) concluent dans leur étude que « *le niveau d'esprit d'entreprise interagit avec le stock de capital de R&D, les opportunités technologiques et le nombre de brevets* ». Nous traiterons les déterminants de cet environnement sous cinq aspects : le niveau de dépenses en Recherche et Développement, la dynamique entrepreneuriale, la capacité d'innovation, le niveau d'éducation et capital humain et enfin le capital social.

1. La recherche et développement

Conformément à la revue de la littérature économique, le niveau élevé des dépenses en R&D a des répercussions positives sur le niveau des opérations de capital-investissement (notamment sur le capital-risque et le capital-développement). Un tel impact est dès lors relatif à la nécessité d'obtenir des fonds de capital-investissement de la part des entreprises. Le principe est que le niveau élevé de recherche et développement renforce la possibilité pour les entreprises de créer de nouveaux produits ou services et par conséquent augmente les opportunités d'investissement en capital.

Il ressort de travaux de Gompers et al. (1998), portant sur les opérations de capital-risque aux États-Unis sur la période 1972-1994, que les dépenses en R&D universitaires et industrielles aux États-Unis au milieu des années 1990 ont exercé un impact significatif et positif sur les investissements en capital-risque durant cette époque. La recherche effectuée par Schertler (2003) sur les opérations de capital-risque dans quatorze pays européens sur la période 1988-2000 montre la présence d'une corrélation positive et significative entre le niveau des dépenses en recherche et développement et le niveau de croissance du capital-risque. Une autre étude de Romain et Van Pottelsberghe (2004) menée sur un plus vaste panel d'opérations de capital-risque dans seize pays de l'OCDE sur la période 1990-2000 témoigne aussi de la présence d'un impact positif de la R&D sur le capital-risque. Elle souligne le rôle du taux de croissance de la R&D en tant que révélateur de la dynamique de recherche d'un pays et son influence importante et bénéfique sur les activités de capital-risque.

Des résultats similaires sont obtenus par Da Rin et al. (2006), Schröder (2011), Félix et al. (2013) et Groh et Wallmeroth (2016), même si quelques exceptions existent à cet égard, par exemple, Bonin et Alkan (2012) ont indiqué qu'il n'existait aucune relation significative entre les dépenses de R&D et la dynamique du capital d'investissement.

2. La dynamique entrepreneuriale

Gompers et Lerner (1999) ont été parmi les premiers à établir une relation empirique entre la dynamique entrepreneuriale¹²⁸ et le niveau de capital-risque disponible. Dans cette

¹²⁸ Il est difficile de mesurer le degré d'entrepreneuriat (Storey, 1991). Les études évaluent généralement la propension des individus à devenir entrepreneurs par le biais de l'indice d'activité entrepreneuriale totale (TEA : Total Entrepreneurship Activity). Cet indice a été établi pour la première fois par l'enquête sur la population adulte du « Global Entrepreneurship Monitor » (GEM) et représente la prévalence des individus qui sont en train de créer une entreprise ou qui sont propriétaires et gestionnaires de jeunes entreprises (voir pour plus de détails Reynolds et al., 2002). Mais cet indicateur présente des lacunes importantes. Tout d'abord, il mesure les actes

perspective, Romain et van Pottelsberghe (2004) précisent que tout système économique est censé garantir un niveau minimum d'esprit d'entreprise et d'activités entrepreneuriales afin de stimuler la demande de capital-risque.

Des recherches antérieures suggèrent également que le rôle des relations personnelles est plus important dans les régions de culture plus traditionnelle et que le capital social est plus utile pour rendre les investisseurs en capital accessibles aux entrepreneurs dans ces régions que dans les autres (Batjargal et Liu, 2002). Les institutions cognitives, telles que la culture et la religion, façonnent généralement le goût du risque et l'attitude des individus à l'égard de l'esprit d'entreprise, et influent sur le désir des entrepreneurs de développer une entreprise plus importante et de rechercher l'aide d'investisseurs extérieurs (Surineni, 2012). Les établissements de formation revêtent aussi une importance capitale, car ils constituent des structures cruciales pour la formation du capital humain¹²⁹ et du stock de connaissances, et pour l'orientation des jeunes à l'entrepreneuriat¹³⁰. En communiquant des histoires de réussite par le biais des médias, la culture de l'esprit d'entreprise pourrait bénéficier d'une plus grande attention et créer une plus grande incitation à l'entreprise. Les programmes publics de compétition entre les jeunes entrepreneurs pour gagner des fonds de capital-risque fournissent aussi directement une éducation et une étude de cas aux participants potentiels. Enfin,

entrepreneuriaux réalisés plutôt qu'une propension culturelle à l'entrepreneuriat. Ensuite, il ne permet pas de distinguer les start-ups de grande qualité de celles qui sont motivées par d'autres circonstances (par exemple, la nécessité, le style de vie, etc.). Cela a souvent conduit à des résultats surprenants. Par exemple, une TEA plus élevée peut également impliquer plus de travail pour les investisseurs en capital, car plus de temps est nécessaire pour la sélection des projets, ce qui peut être préjudiciable à l'offre de capital-investissement (Félix et al., 2013). Soulignant le risque de biais de l'indice TEA, Bonini et Alkan (2012) utilisent une mesure alternative dans leur enquête sur les déterminants des variations entre pays des investissements en capital-risque. Ils pondèrent l'indice TEA avec le niveau national des dépenses des entreprises en R&D afin de ne capturer que les entrepreneurs à haut potentiel. En utilisant cet indice TEA affiné, les auteurs constatent que des niveaux plus élevés d'activité entrepreneuriale augmentent le montant du capital investissement dans un pays, pour les entreprises entrepreneuriales à la fois à un stade précoce et à un stade plus avancé.

¹²⁹ Selon (Monteils, 1988), « Le capital humain se définit comme le niveau général d'aptitudes, l'ensemble des capacités physiques, intellectuelles, et techniques de l'individu représentatif ».

¹³⁰ Selon le rapport du FEM, « l'éducation à l'entrepreneuriat peut contribuer à promouvoir une culture entrepreneuriale et innovante en changeant les mentalités et en fournissant les compétences nécessaires. Les systèmes scolaires se sont traditionnellement attachés à fournir des compétences de base et à faire en sorte que les étudiants puissent trouver un emploi à l'avenir, et non à leur apprendre à devenir des entrepreneurs. Entre-temps, la mondialisation, le développement rapide des technologies et la baisse du coût des déplacements ont changé la nature du travail. Il ne suffit plus de former les étudiants à une carrière. Les écoles et les universités doivent préparer les étudiants à travailler dans un environnement entrepreneurial et mondial dynamique et en mutation rapide. L'esprit d'entreprise est essentiel pour comprendre et opérer dans l'économie mondiale actuelle et future ». Cité par Surineni, S. K. (2012). *Venture Capital and private equity in India: systems analysis and development framework* (Doctoral dissertation, Massachusetts Institute of Technology), P.45. En ligne : <https://dspace.mit.edu/bitstream/handle/1721.1/83801/865474773-MIT.pdf?sequence=2&isAllowed=y>. Dernière consultation le 05/10/2021.

l'assouplissement des procédures administratives peut inciter à la création d'entreprises (Surineni, 2012).

3. La capacité d'innovation

La caractéristique fondamentale de l'entrepreneur est sa capacité à innover (Schumpeter, 1939). L'accumulation du savoir (à travers des dépenses publiques de recherche et développement, le régime des droits de propriété intellectuelle, les lois régissant le transfert de technologie et les systèmes facilitant la commercialisation des fruits de la recherche) est cruciale pour la création de nouvelles entreprises et le développement des activités de capital-investissement.

Les innovations¹³¹ entraînent généralement un plus grand nombre de demandes de brevets et de start-ups. Cela peut à son tour accroître la demande de capital-investissement. Par conséquent, le nombre de demandes de brevets peut être utilisé pour mesurer les innovations technologiques dans un pays. En outre, comme l'indiquent déjà de nombreux résultats de recherche, il existe une corrélation positive entre les brevets déposés et la dynamique du capital investissement (Cumming and Li, 2016 ; Guler and Guillen, 2010 ; Romain and van Pottelsberghe, 2004 ; Schertler, 2003 ; Schröder, 2011).

Par ailleurs, les opportunités technologiques peuvent encourager l'esprit d'entreprise et stimuler les investissements en capital-risque (Gompers et Lerner, 1998). Les investissements en capital-risque ont tendance à se concentrer sur les jeunes entreprises fondées pour exploiter les découvertes scientifiques et convertir les inventions et les innovations en produits, biens et services (Kortum et Lerner, 2000).

4. Le niveau d'éducation et capital humain

La qualité de la formation de la population est déterminante quant au taux de croissance économique d'un pays (Stevens et Weale, 2003). Il est généralement reconnu qu'il est profitable pour les pays d'investir dans l'éducation et la formation : en investissant davantage dans l'éducation et la formation, les compétences des employés augmentent et, à leur tour, ces compétences accrues favorisent la croissance économique¹³².

¹³¹ L'innovation est le processus en plusieurs étapes par lequel les organisations transforment des idées en produits, services ou processus nouveaux/améliorés, afin de progresser, d'être compétitives et de se différencier avec succès sur leur marché (Baregheh et al., 2009).

¹³² « Le modèle de Lucas (1988) propose un cadre d'analyse dans lequel l'accumulation du capital humain et le savoir sont des facteurs déterminants pour la productivité et la croissance. Elles sont même les facteurs de référence pour expliquer la différence dans les taux et niveaux de croissance et développement entre pays ».

Farag et al. (2004) ont abordé la question et ont étudié les marchés du capital investissement en Hongrie, en République tchèque et en Pologne, en comparaison avec l'Allemagne. Selon eux, le plus grand handicap de ces pays est le manque de compétences managériales pour gérer les entreprises financées par le capital-investissement. Ces résultats confirment les conclusions de Bliss (1999), Karsai & Wright (1998) et Klonowski (2006) pour les Pays d'Europe Centrale et Orientale et avec Groh & Liechtenstein (2011) pour un panel plus large d'économies émergentes.

5. Le capital social

Le capital social¹³³ présente un intérêt considérable pour le processus de fonctionnement de tout écosystème économique. En matière d'entrepreneuriat, le capital social est susceptible de favoriser la création de nouvelles entreprises (Walker et al., 1997 ; De Carolis et Saporito, 2006 ; Bauernschuster et al., 2010) et la mobilisation de ressources financières, telles que le capital-investissement, en favorisant le processus de mise en relation entre l'offre et la demande (Ahlstrom et Bruton, 2006).

Dans le cadre des déterminants de l'activité de capital-investissement, Hain et al. (2016) exploitent un ensemble de données internationales pour analyser les flux de capital-risque transfrontaliers sur la période 2000-2012. Ils mettent en évidence que, pour les économies émergentes, la confiance est identifiée comme une condition préalable indispensable aux flux de capital-risque étrangers. Bottazzi et al. (2016) fournissent un autre examen empirique de la place de la confiance comme facteur d'influence du capital-risque. En utilisant des données recueillies par leurs propres soins sur un échantillon de 107 sociétés de capital-risque opérant aux États-Unis et dans 15 pays de l'UE, ces auteurs estiment que la confiance est un facteur important de la conclusion de transactions de capital-risque. Conformément à leurs analyses, la tendance à l'investissement en capital-risque dans un pays croît de 7% lorsque la confiance augmente de 1% dans ce pays. Plusieurs études ont montré que le réseau est un déterminant majeur du capital investissement. De manière générale, les études qualitatives obtenues par le recours à des entretiens semi-structurés mettent en évidence l'importance des réseaux pour les

Haji, R. (2011). Éducation, croissance économique et développement humain : le cas du Maroc, P.31. En ligne : <https://archipel.uqam.ca/4159/>. Dernière consultation 26/07/2021.

¹³³ Le capital social est généralement défini comme une combinaison de confiance, de formation de réseaux sociaux et de participation civique. La confiance couvre la confiance dans les autres personnes et dans les institutions (Rainer et Siedler, 2009). Les réseaux constituent une mesure des nœuds et de la fréquence des interactions entre les personnes. La participation civique indique l'appartenance à des organisations bénévoles où des interactions plus intenses sont favorisées et où les chances d'externalités positives sont plus élevées (Putnam, 1993).

investisseurs en capital en termes de sélection des entreprises et de suivi. Ces réseaux semblent aussi servir à construire des liens avec les institutions (institutions réglementaires et normatives) afin de créer un bon climat avant que les investisseurs en capital n'investissent leurs fonds (Bruton et al., 2002 ; Bruton et Ahlstrom, 2003 ; Ahlstrom et Bruton, 2006 ; Bruton et al. 2009).

Conclusion chapitre IV

Bien que de nombreuses études sur le capital-investissement aient été réalisées, il est difficile de déterminer l'importance distincte de chaque facteur pour les investisseurs en capital-investissement et la façon dont chacun de ces facteurs contribue de manière isolée à stimuler les investissements dans ce secteur. Il est évident que les différents facteurs sont interdépendants et que, par conséquent, le poids et la portée d'un facteur dépendent souvent d'autres facteurs. Cela pourrait être dû au stade de développement du marché ou encore aux prévisions des investisseurs qui mènent à des constats contradictoires en fonction des différents échantillons (pays) et périodes de l'étude. Toutefois, la plupart des déterminants potentiels sont largement étudiés, certains d'entre eux plus que d'autres, ce qui suggère que certains facteurs sont plus importants que d'autres. Nous constatons, aussi, que les déterminants de l'activité de capital-investissement ne se situent pas au même niveau dans les pays développés et dans les pays en développement. À titre d'exemple, la vigueur du marché boursier et les introductions en bourse revêtent une grande importance pour les investisseurs des marchés développés, alors que ce n'est pas toujours le cas pour les investisseurs qui se consacrent aux marchés en développement.

La revue de la littérature précédemment abordée révèle que l'environnement économique et financier représente un facteur clé pour déterminer le niveau du capital-investissement dans une économie. En effet, l'environnement économique est crucial pour tout investissement. En outre, le développement des marchés financiers fournit aux investisseurs en capital une perspective de sortie de l'investissement, ainsi qu'un retour sur investissement. L'environnement juridique et du marché du travail est également crucial pour le développement du secteur du capital-investissement. Les investisseurs en capital-investissement exigent une protection de leur investissement. De plus, le cadre juridique et institutionnel doit promouvoir l'activité entrepreneuriale, qui est essentielle pour attirer les investissements en capital-investissement. Ces déterminants forment la structure de base à partir de laquelle est conçue dans cette thèse l'analyse des déterminants des investissements en capital-investissement au Maroc. La méthodologie de recherche (y compris la sélection des variables) qui sera utilisée pour mener à bien cette étude est discutée dans le chapitre suivant.

Chapitre V :
**Le positionnement épistémologique et
les choix méthodologiques**

Une recherche est une démarche en vue de trouver des solutions à des problèmes scientifiques et sociaux au moyen d'une recherche objective et systématique d'informations nouvelles et utiles (Rajasekar et al., 2013). Le modèle de recherche adopté pour analyser une problématique spécifique est censé être un moyen de répondre aux questions de recherche.

Le chercheur, pour répondre à ses questions de recherche, se voit contraint de faire face à une diversité des possibilités pouvant être utilisées. Il doit faire preuve de rigueur dans sa démarche avant de décider de ses choix face à deux questions fondamentales. Pour la première question, elle concerne le positionnement épistémologique. Il est primordial de défendre les choix épistémologiques. La deuxième concerne la méthode de recherche pour accéder au réel (Wacheux, 1996). Cela revient à définir « les outils et les techniques qui aident le chercheur dans la réalisation de son programme de recherche » (Wacheux, 1996, P. 87). Il s'agit donc de définir une méthodologie de recherche. Saunders et al. (2009) décrivent une méthodologie de recherche en tant que « plan général de la manière dont le chercheur procédera pour répondre aux questions de recherche ». Conformément à la définition de Saunders et al. (2009) nous pouvons dire que la méthodologie de recherche offre au chercheur un processus précis sur la façon d'aborder la ou les questions de la recherche. Remenyi et al. (2003) soulignent pour leur part qu'une méthodologie de recherche confère au chercheur une orientation globale de la recherche envisagée, comprenant l'approche adoptée pour réaliser la recherche.

Le présent chapitre se consacre, dans une première section, au positionnement épistémologique de la recherche, et présente, dans une deuxième section, une explication détaillée des moyens employés pour traiter la question de recherche en se basant sur la problématique décrite et le cadre conceptuel proposé.

Section 1 : La posture épistémologique et méthodologique

Pour une recherche, il n'y a pas de positionnement épistémologique et méthodologique prédéfini à l'avance. Ils dépendent en grande partie à la fois de la nature de la question de recherche et du contexte de la recherche. Ainsi le chercheur peut être amené à se baser sur trois grands paradigmes de recherche, habituellement reconnus comme les principales assertions épistémologiques de référence en sciences de gestion : le positivisme, l'interprétativisme et le constructivisme¹³⁴.

1. Paradigme de la recherche

Tout processus de recherche implique inéluctablement une conception du monde et de la connaissance (Bergadàa et Nyeck, 1992). Pour pouvoir apporter une réponse à la question de la scientificité de la recherche, il faut procéder à une approche épistémologique, étant donné que c'est l'épistémologie qui permet de dire ce qu'« *est la science en discutant de la nature, de la méthode et de la valeur de la connaissance* »¹³⁵. Ainsi, « *La réflexion épistémologique permet de comprendre l'ensemble des présupposés sur lesquels la recherche s'appuie et d'expliquer les implications qui en découlent. Parce que le positionnement épistémologique permet aux lecteurs de mieux comprendre le propos de la recherche, il est indispensable de le justifier, et ceci au regard des paradigmes existants* »¹³⁶.

1.1. Présentation des paradigmes

On distingue trois sortes de paradigmes lorsqu'on mène une recherche. Ils comprennent le positivisme, le constructivisme et l'interprétativisme (Kawulich, 2012). Le positivisme est un paradigme de recherche suivi par les chercheurs qui explorent une question de recherche et trouvent les faits et autres détails qui peuvent être utilisés pour expliquer et décrire la question. De son côté, le constructivisme est une situation où la recherche participe davantage à une appréhension relative de la question à laquelle elle répond, plutôt que de cerner la question telle qu'elle est. L'interprétativisme identifie la question de recherche relativement

¹³⁴ Girod-Séville, M., & Perret, V. (1999). Considérations épistémologiques. Fondements épistémologiques de la recherche), in : R.-A. Thiétart,(et coll.), Méthodes de Recherche en Management, Coll. : « Gestion sup. », Paris, Dunod, P.13.

¹³⁵ Cité par Ozcaglar-Toulouse, N. (2005). Apport du concept d'identité à la compréhension du comportement du consommateur responsable : une application à la consommation des produits issus du commerce équitable (Doctoral dissertation, Université du Droit et de la Santé-Lille II), P.172. En ligne : <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-00300664/document>. Dernière consultation le 07/11/2021.

¹³⁶ Idem

en présumant que les faits ne peuvent être précisés. Le paradigme interprétativiste cherche avant tout à comprendre la réalité.

Les principales réponses apportées par chacun de ces trois paradigmes sont résumées dans le tableau ci-dessous.

Tableau 10 : Positions épistémologiques des paradigmes positiviste, interprétativiste et constructiviste

	Positivisme	Constructivisme	Interprétativisme
Statut de la connaissance	Il existe une essence propre à l'objet de la connaissance.	L'essence de l'objet ne peut être atteinte (interprétativisme et constructivisme modéré) ou n'existe pas (constructivisme).	
Relation sujet/Objet position	Indépendance du sujet et de l'objet	Dépendance du sujet et de l'objet	
Position de l'objet	Extérieure au processus de recherche	Intérieure au processus de recherche	Intérieure au processus de recherche
Objectif de la connaissance	Explication	Construction	Compréhension
Origine de la connaissance	Observation de la réalité	Construction	Empathie
Critères de validité	Vérifiabilité Confirmabilité Réfutabilité	Adéquation Enseignabilité	Idéographie Empathie

Source : adapté de Perret et Séville (2003, pp.14-15) et Allard-Poesi et Maréchal (2003, p.40)¹³⁷.

1.2. Choix du paradigme positiviste

Easterby-Smith et al. (2008)¹³⁸ ont défini le positivisme à travers ses implications, qui sont au nombre de quatre :

- Le chercheur doit être indépendant de la recherche.
- La recherche doit décrire la relation de cause à effet.

¹³⁷ Cité par Ozcaglar-Toulouse (2005), Op Cit, P.174.

¹³⁸ Cité par Botha, I. (2019). Bester, U. (2019). The relationship between sovereign credit ratings and corporate credit default swap spreads in selected African countries. University of Johannesburg (South Africa), P.125. En ligne : <https://ujcontent.uj.ac.za/vital/access/services/Download/uj:35024/SOURCE1>. Dernière consultation le 05/12/2021.

- La recherche augmente la connaissance du sujet.
- La qualité de l'analyse s'améliore au fur et à mesure que le problème peut être divisé en parties plus petites.

La présente thèse vise à identifier les déterminants de la dynamique du capital investissement au Maroc. Le paradigme positiviste est donc parfaitement compatible avec notre recherche, dans la mesure où cette thèse vise à affirmer la question de recherche en étudiant différentes variables et en établissant des faits réels (relation cause à effet).

2. Design de la recherche

Draper (2004) affirme que « *le design de recherche est un terme générique qui englobe les deux concepts de méthodologie de recherche et de méthodes de recherche* ». En outre, dans son ouvrage, Parahoo (1997) considère que le design de recherche constitue « *un plan qui décrit comment, quand et où les données doivent être collectées et analysées* ».

2.1. Méthode de recherche

La méthode de recherche employée dans le cadre de ce travail est basée sur un processus de recherche quantitatif. Hopkins (2000) considère que ce type de recherche peut être descriptif ou expérimental, la différence résidant dans le fait qu'une étude descriptive cherche surtout à découvrir les associations entre les variables, alors qu'une étude expérimentale est plus centrée sur la détermination de la causalité entre les variables étudiées.

La présente recherche adopte un design de recherche quantitatif axé sur une approche descriptive non expérimentale, en raison du fait que cette thèse consiste à identifier et analyser les déterminants de la dynamique du capital investissement au Maroc (Johnson, 2001).

2.2. Le mode de raisonnement : hypothético-déductif

Selon Ndlwana et Botha (2018), les positivistes préconisent une approche hypothético-déductive, qui partant de la problématique et des questions, débouche sur des hypothèses qui devront être testées a posteriori. Le principe d'hypothético-déductif désigne également une démarche qui repose sur des hypothèses en vue de dégager des conséquences logiques (Dehbi et Angad, 2019).

Cette démarche (hypothético-déductive) comprend quatre étapes (Thiétart, 2003, P. 74)¹³⁹ :

- la détermination de concepts pertinents pour la question de recherche,
- la constatation que les théories existantes ne rendent pas compte de la réalité,
- la proposition de nouveaux modèles, théories ou hypothèses,
- la phase de test pour réfuter ou valider les hypothèses, modèles ou théories.

Dans cette thèse, nous utilisons le raisonnement hypothético-déductif pour déduire de nos hypothèses les effets observables qui devraient se réaliser. En ce sens, cette approche déductive nous permettra de :

- expliquer les relations causales entre les concepts et les variables ;
- mesurer les concepts de manière quantitative ;
- généraliser dans une certaine mesure les résultats de la recherche ;

2.3. Les données

2.3.1. La nature et source des données.

Dans le cadre de la thèse que nous proposons, nous faisons appel à des données secondaires de nature quantitative dans le but d'analyser et de comprendre les déterminants de la dynamique du capital-investissement au Maroc. Selon Tantawi (2017), les données secondaires sont des données collectées par quelqu'un d'autre que celui (le chercheur) qui les utilise, alors que les données primaires sont recueillies par l'utilisateur tel qu'elles sont obtenues de leur source originale¹⁴⁰.

Les données secondaires utilisées dans cette thèse sont tirées d'une variété de sources crédibles et certaines. Ainsi, les sources utilisées sont les mêmes que celles utilisées précédemment par d'autres chercheurs qui ont abordé le même sujet que celui de notre

¹³⁹ Cité par Dehbi, S., & Angade, K. (2019). Du positionnement épistémologique à la méthodologie de recherche : Quelle démarche pour la recherche en science de gestion ? *Revue Économie, Gestion et Société*, 1(20), P.8-9

¹⁴⁰ Il convient de noter que le recours à des données secondaires comporte des inconvénients, le plus important étant le manque de contrôle du chercheur sur les objectifs pour lesquels les données ont été initialement collectées par rapport à la question de recherche qui devait être traitée dès le départ. Cependant, l'avantage le plus remarquable que présente ce type de données est leur faible coût et le fait qu'elles sont généralement vérifiées par des professionnels qui suivent de près le processus de collecte et de vérification (Cheng & Phillips, 2014).

thèse¹⁴¹. Les sources de données seront utilisées pour accéder aux variables sur 27 ans (1993-2019) et seront utilisées pour la modélisation.

2.3.2. Méthode de traitement des données manquantes

Il est fréquent que les données soient incomplètes, surtout pour des pays en développement comme le cas du Maroc.

Les quatre méthodes les plus utilisées pour remédier aux données manquantes sont l'interpolation, l'extrapolation, la moyenne et la méthode du taux de croissance (Sorjamaa, 2010). En vue de déterminer la plus précise des méthodes pour cette recherche, les quatre méthodes ont été examinées. La méthode de l'interpolation linéaire a été retenue, car elle fournissait des valeurs qui se rapprochaient mieux des autres valeurs. Cette démarche est en phase avec celle adoptée par Ghura, et Goodwin (2000), où ces derniers ont recouru à l'interpolation linéaire pour combler les lacunes des données.

2.3.3. Instrument de traitement des données

Les données collectées sont traitées à l'aide du logiciel d'analyse statistique EViews 11. Le logiciel est indispensable pour procéder au traitement des données nécessaires à la formulation des conclusions concernant les résultats de la recherche.

3. Périmètre de la recherche

Les travaux de recherche existants, y compris ceux de Jeng et Wells (2000), étudient les déterminants de la dynamique du capital investissement de manière plus détaillée en les classant en fonction de leur nature ou de leur stade (stade précoce, stade moyen et stade avancé). Toutefois, la présente recherche ne s'inscrit pas dans ce cadre, en partie parce que le marché du capital-investissement n'en est encore qu'à ses débuts au Maroc et que, par conséquent, la disponibilité de données plus détaillées sur les sous-secteurs du capital-investissement est relativement modeste. De ce fait, cette thèse se consacrera essentiellement aux déterminants de la dynamique du capital-investissement (y compris toutes ses sous-classes) dans leur ensemble, conformément à Precup (2015). Cette délimitation est justifiée en considérant que notre étude est en accord avec Felix et al. (2007), Bernoth et Colavecchio (2014), Precup (2015) et Ndlwana et Botha (2018), qui se sont tous focalisés sur la question

¹⁴¹ La deuxième section de ce chapitre expose les différentes variables analysées dans ce travail ainsi que leurs sources de données respectives.

des déterminants de la dynamique du capital investissement considéré comme un seul segment.

4. Validité et fiabilité de la recherche

4.1. La validité de la recherche

La validité est décrite par Van Lill et Visser (1998, P.14) comme « *la capacité d'un instrument à mesurer ce qu'il est supposé mesurer* ». La présente définition est compatible avec celle de Wood, Ross-Kerr et Brink (2010, P.203). Pour garantir la validité de cette recherche, nous nous sommes basés sur la littérature disponible sur le sujet, dont l'objectif est similaire, en l'occurrence l'étude et l'analyse des déterminants de la dynamique du capital investissement. La méthodologie proposée dans cette thèse est assimilable à celle qui a été largement appliquée dans les recherches antérieures.

4.2. La fiabilité de la recherche

La fiabilité est présentée comme étant « *le degré auquel les mesures sont cohérentes ou reproductibles dans le temps* » (Brink, 1990, p.157)¹⁴². Le modèle sur lequel reposera l'analyse du sujet de recherche est conforme au principe du même intitulé présenté pour la première fois par Gompers et Lerner (1998), reproduit par Jeng et Wells (2000), et plus récemment employé par Precup (2015) et Groh et Wallmeroth (2016). En outre, les indicateurs de mesure retenus pour les variables à analyser dans cette recherche sont compatibles avec les études présentées au niveau de la revue de littérature, ce qui permet de garantir la cohérence et la reproductibilité des résultats dans le temps.

5. Considérations éthiques de la recherche

Les travaux du Behi et Nolan (1995) mettent en évidence de manière synthétique, à l'aide d'un tableau, une liste d'exemples de comportements jugés éthiquement inadmissibles tout au long du processus de recherche :

¹⁴² Cité par Ndlwana, G., & Botha, I. (2018). Determinants of Private Equity Investments across the BRICS Countries. *The Journal of Private Equity*, 21(4), 18-28.

Tableau 11 : Les considérations éthiques d'une recherche

Étape	Démarches non éthiques
Définition de l'objectif de l'étude	- Gaspillage des ressources - Recherche trompeuse ou frauduleuse - Recherche inutile pour un gain financier/personnel
Revue de la littérature	- Recherche et examen partiels - Preuves contradictoires ignorées - Citation hors contexte - Plagiat
Collecte de données	- Utilisation intentionnelle de méthodes/outils de collecte de données pour obtenir des données intentionnelles/biaisées. - Corruption pour obtenir des données - Falsification/fabrication de données
Analyse des données	- Ignorer les données contradictoires - Manipulation des données pour obtenir des résultats intentionnels/biaisés - Perte/destruction intentionnelle de données
Conclusions/recommandations	- Conclusions et recommandations intentionnellement fausses et trompeuses - Rétention intentionnelle de conclusions et de recommandations
Communication/publication	- Refuser la communication/publication - Communiquer/publier des parties sélectionnées uniquement pour des raisons inacceptables - Violier la confidentialité

Source: Behi and Nolan (1995), P. 714.

Le processus de recherche observé dans cette thèse vise à respecter les étapes mentionnées. Ces étapes constituent des considérations éthiques que les chercheurs doivent respecter. Ainsi, le canevas présenté dans le tableau 11 ci-dessus est retenu dans le but de faire respecter un code d'éthique solide de notre recherche.

Section 2 : La méthodologie empirique

Cette section se penche sur la méthodologie empirique du processus de recherche. Elle présente une discussion détaillée des variables utilisées et de la méthode de traitement retenue pour répondre à la question de recherche. Pour ce faire, nous nous sommes basés sur la littérature économique sur les déterminants de la dynamique du capital-investissement pour aboutir à un modèle qui est le plus adapté à l'objectif de notre étude.

1. Choix et description des variables

Dans ce paragraphe, nous étudions les variables¹⁴³ qui seront intégrées dans le modèle d'analyse empirique de manière à évaluer leur impact sur la dynamique du marché du capital-investissement au Maroc¹⁴⁴.

1.1. La variable dépendante

La variable de capital investissement est approchée par le montant total des capitaux levés au Maroc, comme le suggère Precup (2015). Ce choix est conforme à celui de Gompers et Lerner (1998), lesquels ont analysé les déterminants des levées de fonds par capital-investissement, ainsi qu'à celui de Poterba (1989), Jeng et Wells (2000) et Marti et Balboa (2001).

Tableau 12 : La variable dépendante utilisée et la source de données

<i>Variables</i>	<i>Abréviation</i>	<i>Description</i>	<i>Source</i>
Fonds levés	FNLV	Le montant annuel des fonds levés par les sociétés de capital investissement en milliards de DH	AMIC

Source : élaboré par nos soins.

¹⁴³ Dans le but d'aplatir les écarts de mesure entre les différentes séries, nous introduisons le logarithme pour certaines variables du modèle de base.

¹⁴⁴ Il est manifeste que toute modélisation économétrique constitue en principe une volonté d'expliquer le phénomène étudié par des éléments ayant des liens théoriquement admis et vérifiés avec ce dernier. Ceci dit, la prise en compte de tous les éléments (variables exogènes) dans un seul modèle est impossible et même d'un point de vue statistique n'aide pas à la robustesse de l'estimation réalisée, car le nombre de variables dans le modèle est élevé et le degré de liberté du modèle est faible. De ce fait, nous nous sommes limités aux variables que nous considérons comme importantes pour expliquer la dynamique du capital investissement dans le contexte marocain ainsi que pour répondre à l'objectif que nous nous sommes fixé pour notre étude.

1.2. Les variables indépendantes

Dans le but de déterminer les facteurs influençant la dynamique du capital-investissement au Maroc, diverses variables dépendantes ont été retenues. Dans le but de tester ces variables, et conformément à la littérature, nous les regrouperons en cinq types de variables : les variables économiques, financières, réglementaires, institutionnelles et entrepreneuriales.

1.2.1. Les variables économiques

Les marchés développés du capital-investissement, comme aux États-Unis et en Europe, montrent que les conditions économiques sont propices au développement de cette industrie. Le développement que connaissent les pays en développement en matière de capital-investissement est également étroitement lié aux progrès économiques et financiers réalisés par ces pays depuis les années 1990 (Surineni, 2012). Dès lors, notre première hypothèse de recherche est la suivante :

H1 : L'environnement économique exerce un impact positif et significatif sur la dynamique du capital investissement au Maroc.

Dans le but de préciser le rôle des variables économiques dans la dynamique du marché du capital-investissement au Maroc, nous avons retenu les variables, telles que mentionnées dans la revue de littérature, ci-dessous :

1.2.1.1. Le taux de croissance du PIB

Le taux de croissance du PIB est utilisé couramment dans les études empiriques sur les déterminants de la dynamique du capital investissement. En principe, le taux de croissance du PIB est positivement corrélé au niveau d'activité du capital-investissement dans une économie (Romain and van Pottelsberghe, 2004; Cherif and Gazdar, 2009; Li and Zahra, 2012; Ndlwana and Botha, 2018; Ning et al., 2015; Armour and Cumming, 2016; Hain et al., 2016; Marti and Balboa, 2001). En effet, la croissance de l'économie élargit les opportunités dans lesquelles les investisseurs en capital peuvent investir. Par conséquent, nous supposons que le taux de croissance du PIB aurait un impact positif sur la dynamique du marché du capital-investissement au Maroc.

1.2.1.2. Le taux d'inflation

L'inflation entraîne une dépréciation de la valeur de l'investissement de départ. On peut donc attendre une relation négative entre le taux d'inflation et la dynamique du capital investissement au Maroc (Nkam et al., 2020). Toutefois, cela n'exclut pas un impact positif (Ning et al., 2015) ou neutre (Bonini et Alkan, 2012) qui pourrait être empiriquement significatif.

1.2.1.3. Le taux d'intérêt

Plusieurs chercheurs ont utilisé cette variable. Cependant, la littérature sur la relation entre le taux d'intérêt et la dynamique du capital-investissement n'est pas concluante. Des recherches soutenant le lien positif entre les deux composantes, nous citons en l'occurrence : Romain and van Pottelsberghe (2004) ; Schröder (2011) ; Félix et al. (2013) ; Ning et al. (2015) ; Ndlwana and Botha (2018), Najmi (2019) ; Wang (2015). D'autres, en revanche, soutiennent un lien négatif tel que Cumming and Macintosh (2006) et Diaconu (2012). La neutralité de la relation a été défendue par Bonini and Alkan (2012).

Compte tenu des hypothèses et des résultats des études mentionnées dans notre recherche, nous supposons qu'un taux d'intérêt élevé aurait un impact négatif sur la dynamique du capital-investissement au Maroc.

1.2.1.4. Le taux de change

Le taux de change a été utilisé dans une étude récente de Nkam et al. (2020). Les auteurs soulignent une relation négative entre le taux de change et l'activité du capital investissement. Dans notre cas, le taux de change est déterminé en examinant la valeur du MAD par rapport au dollar américain. La forte volatilité de la valeur du taux de change entraîne une insécurité sur les retours sur investissement réalisé par les investisseurs internationaux, ce qui pourrait décourager les investisseurs en capital au Maroc. Sur la base de cet argument, nous déduisons que le taux de change est censé être négativement associé à la dynamique du capital investissement au Maroc.

1.2.1.5. Les dépenses publiques

L'ampleur de l'intervention des pouvoirs publics est considérée comme une variable importante influençant la dynamique du capital-investissement (par exemple : Armour and Cumming, 2016; Cumming and MacIntosh, 2006 ; Cumming and Li, 2016). Les études de

Gompers et Lerner (2000) et Cumming and Li (2016) soulignent que l'intervention de l'État semble avoir un effet positif sur l'activité de capital-investissement. Tandis que Lelux et Surlémond (2003), Armour and Cumming (2016) et Cumming and Macintosh (2006) ont montré qu'une relation négative existe entre les deux variables. Nous considérons que les dépenses publiques auraient un effet significatif sur la dynamique du capital-investissement au Maroc, dont une part substantielle de l'investissement est couverte par le budget de l'État.

1.2.1.6. Les investissements directs étrangers

Notre recherche suggère que des pays enregistrant une forte affluence d'investissements directs étrangers (IDE) devraient être plus propices à la mobilisation de fonds de capital-investissement. Dans cette optique, Agmon et Messica (2008), et Ptacek et al. (2015) soulignent que les IDE jouent un rôle assez important dans la dynamique du marché du capital-investissement. On s'attend, donc, à une relation positive entre les entrées d'IDE et la dynamique du capital investissement au Maroc.

1.2.1.7. Le taux de chômage

Parmi les indicateurs qui reflètent la situation économique d'un pays est le taux de chômage. Ainsi, plusieurs études ont montré que la dynamique du capital d'investissement est impactée par le taux de chômage (Marti et Balboa, 2000 ; Mishkin, 2010 ; Diaconu, 2012 ; Ning et al., 2015). Ce dernier devrait avoir une influence négative sur la dynamique du capital-investissement (Marti et Balboa, 2001 ; Mishkin, 2010 ; Félix et al., 2013 ; Ning et al., 2015). En effet, une économie dont le taux de chômage est particulièrement élevé attire moins de capital investissement en raison de la rigidité du marché du travail, du manque de compétences ou de main-d'œuvre qualifiée et de la faible productivité.

1.2.1.8. Le degré d'ouverture

Le degré d'ouverture sur l'économie mondiale a des effets positifs sur l'attrait des investissements étrangers de manière générale (Morisset, 2000 ; Chakrabarti, 2001 ; Sekkat et Veganzones, 2007, Anyanwu, 2011)¹⁴⁵ et du capital-investissement plus particulièrement

¹⁴⁵ Cité par : Azeroual, M. (2015). Investissements directs étrangers et croissance économique au Maroc : impact selon le pays d'origine (Doctoral dissertation, thèse de Doctorat en Sciences Economiques, FSJES Rabt-Agdal), P.24.Enligne : https://www.academia.edu/download/62548561/These_de_doctorat_Mohamed_AZEROUAL20200330-115325-1c3nh7z.pdf. Dernière consultation le 23/12/2021.

(Boachie et al., 2020). Les pays à degré d'ouverture élevé sont supposés être plus propices à la dynamique du capital investissement en raison de la perméabilité de l'économie et des débouchés offerts par la conquête de nouveaux marchés. Dès lors, nous envisageons que le degré d'ouverture de l'économie serait positivement corrélé à la dynamique du capital investissement au Maroc.

1.2.1.9. Le taux d'épargne

On considère que le volume de l'épargne intérieure brute a un impact favorable sur le marché du capital investissement. La hausse de l'épargne intérieure favorise la disponibilité des fonds pour assurer le financement au sein de différentes classes d'actifs, y compris les fonds de capital-investissement. On peut donc supposer que le volume de l'épargne intérieure brute aurait une influence positive sur le volume des fonds levés.

1.2.1.10. La production industrielle

Très peu de travaux ont été consacrés à la détermination des particularités de l'investissement en capital-investissement selon les secteurs de l'économie. Cependant, le secteur du capital investissement selon Cumming and Johan (2006) est influencé par les industries traditionnelles. Ainsi, nous considérons qu'il pourrait y avoir une relation positive entre la production industrielle et la dynamique du marché du capital investissement au Maroc.

Tableau 13 : Description des variables économiques utilisées et sources de données

Variable	Abréviation	Description	Source
Taux de croissance du PIB	TPIB	Taux de pourcentage annuel de croissance du PIB aux prix courant basé sur les devises locales constantes. Les données agrégées sont basées sur les dollars américains constants de 2010.	BM
Taux d'inflation	TINFL	L'inflation telle que mesurée par l'indice des prix à la consommation reflète les variations du coût d'un panier des biens et services acheté par le consommateur moyen.	BM

Taux d'intérêt	TINT	Le taux d'intérêt débiteur est le taux d'intérêt perçu par les banques sur les prêts accordés aux clients préférentiels.	BM
Taux de change	TEXC	Le taux de change est calculé comme étant une moyenne annuelle sur la base des moyennes mensuelles (unités de devises locales par rapport au dollar américain).	BM
Les dépenses publiques	DEPN	Capte la charge imposée par les dépenses publiques, qui comprennent la consommation de l'État et tous les paiements de transfert liés à divers systèmes de prestations.	Fondation héritage
Investissements directs étrangers	IDE	Les investissements étrangers directs sont les rentrées nettes d'investissement pour acquérir une participation durable (10% ou plus des actions avec droit de vote) dans une entreprise opérant au sein d'une économie autre que celle de l'investisseur.	BM
Taux de chômage	TCHM	La part de la population active qui est sans travail, mais disponible pour un emploi et qui en cherche un	BM
Le degré d'ouverture	DOUV	Le commerce en pourcentage du PIB est la valeur totale des exportations de biens et services additionnés à la valeur totale des importations de biens et services, en pourcentage du PIB.	BM
Le taux d'épargne	TSAV	L'épargne brute calculée comme étant le revenu national brut moins la consommation totale plus les transferts nets en pourcentage du PIB.	BM
La production industrielle	PIN	C'est la valeur ajoutée du secteur industriel en pourcentage du PIB.	BM

Source : élaboré par nos soins.

1.2.2. Les variables financières

Comme nous l'avons vu dans le chapitre consacré à la revue de la littérature, les études empiriques soulignent l'importance de l'environnement financier dans la dynamique du capital-investissement. En effet, les marchés de capitaux jouent un rôle important dans la dynamique des capitaux d'investissement, car ils permettent l'accumulation de l'épargne nationale et la mobilisation de capitaux étrangers pour des investissements à long terme. Par conséquent, notre deuxième hypothèse de recherche est la suivante :

H2 : L'environnement financier a un impact positif et significatif sur la dynamique du capital investissement au Maroc.

Dans le but de cerner la contribution des variables financières dans la dynamique du marché marocain du capital-investissement, nous avons intégré les variables suivantes :

1.2.2.1. Le développement financier

La plupart des opérations de capital-investissement sont des rachats à effet de levier, ce qui implique que ces opérations sont financées par des fonds propres et des dettes. Lorsque le secteur bancaire n'est pas bien développé, il devient délicat pour les investisseurs en capital investissement de lever des fonds pour financer ces opérations à effet de levier ; il est donc primordial pour le secteur du capital-investissement que le secteur bancaire soit développé (Ngewnya, 2019). Il est donc prévu que la dynamique du capital investissement au Maroc soit positivement liée au niveau de développement financier (Bernoth et al., 2010 ; Oino, 2014 ; Wang, 2015 ; Oberli, 2016 ; Nkam et al., 2020).

1.2.2.2. Les entreprises cotées en bourse

Les études précédentes établissaient souvent un lien entre le nombre d'entreprises cotées en bourse et les apports de fonds en capital-investissement (Carvell et al., 2013 ; Félix et al., 2013 ; Ning et al., 2015 ; Groh et Wallmeroth, 2016). Dans une économie où le nombre d'entreprises cotées sur le marché boursier annuel est plus élevé, les marchés boursiers sont plus dynamiques et l'activité de financement des entreprises est plus importante. Par conséquent, l'hypothèse selon laquelle une augmentation du nombre d'entreprises cotées en bourse entraînerait une hausse de l'offre en matière de capital investissement peut raisonnablement être postulée.

1.2.2.3. Le nombre d'introductions en bourse

Le nombre annuel d'introductions en bourse correspond au nombre total d'introductions en bourse de sociétés cotées pour la première fois sur le marché boursier d'un pays au cours d'une année donnée. L'IPO est une voie de sortie privilégiée pour les investissements en capital investissement et procure souvent un rendement financier élevé aux investisseurs. De ce fait, nous nous attendons à une relation positive entre le nombre d'introductions en bourse et la dynamique du capital-investissement au Maroc (Oberli, 2016 ; Oni, 2017).

1.2.2.4. La capitalisation boursière

Un niveau important de la capitalisation boursière a un effet positif et direct sur la croissance économique dans la mesure où le capital à disposition renforce significativement le niveau d'investissement (Chang, 2002). En effet, une forte capitalisation boursière révèle les attentes optimistes des investisseurs quant à l'économie, permettant ainsi une augmentation de l'offre de capital-investissement. Nous supposons donc une relation positive entre cette variable et la dynamique du marché marocain de capital-investissement (Black and Gilson, 1998 ; Bernoth et al., 2010 ; Kelly, 2012 ; Bernoth et Colavecchio, 2014 ; Precup, 2015 ; Wang, 2015 ; Oni, 2017 ; Najmi, 2019 ; Nkam et al., 2020) ;

1.2.2.5. Le rendement du marché boursier

Nous nous servons de cette variable pour examiner l'effet du rendement du marché boursier sur la dynamique du marché marocain du capital-investissement. Nous nous attendons à ce que le rendement du marché boursier affecte négativement les opérations de capital investissement. Lorsque le rendement du marché boursier est plus élevé, le coût d'opportunité de l'investissement pour l'investisseur en capital investissement est plus élevé. Par conséquent, l'offre de capital-investissement diminuera (Najmi, 2019).

1.2.2.6. La liquidité du marché boursier

La liquidité est un facteur de performance majeur des marchés boursiers dans la mesure où elle optimise l'allocation des capitaux et élargit les opportunités d'investissement et de croissance économique à long terme. Nous supposons que ce facteur devrait avoir un impact positif sur la dynamique du capital investissement au Maroc (Kelly, 2012 ; Bernoth et Colavecchio, 2014 ; Wang, 2015).

Tableau 14 : Description des variables financières utilisées et sources de données

Variables	Abréviation	Description	Source
Le développement financier	DFIN	Crédit intérieur fourni au secteur privé en pourcentage du PIB.	BM
Les entreprises cotées	ECOT	Le nombre annuel des entreprises intérieures cotées en bourse.	BM
L'introduction en bourse	IPO	Le nombre d'entreprises introduites en bourse	BM
La capitalisation boursière	CBRS	Capitalisation boursière en pourcentage du PIB	BM
Le rendement du marché boursier	RBRS	Le taux de croissance de l'indice boursier moyen annuel.	BM
La liquidité du marché boursier	LBRS	Valeur totale des actions échangées pendant la période divisée par la capitalisation boursière moyenne de la période.	BM

Source : élaboré par nos soins.

1.2.3. Les variables entrepreneuriales

Dans les recherches menées sur la dynamique du financement par capital-investissement, ce sont surtout les facteurs macroéconomiques qui servent de variables indépendantes. Les facteurs liés à l'activité entrepreneuriale (Bonini et Senem, 2011 ; Félix et al., 2007) ont été intégrés dans peu d'études jusqu'à présent. Il nous semble donc primordial de déterminer si ces facteurs entrepreneuriaux pourraient avoir un impact significatif sur le niveau de la dynamique du capital investissement. De ce fait, nous formulons la troisième hypothèse de recherche ci-après :

H3 : L'environnement entrepreneurial possède un effet significatif et positif sur la dynamique du capital investissement au Maroc.

Parmi les variables entrepreneuriales mentionnées par la littérature, nous retenons les suivantes :

1.2.3.1. La recherche et développement

La recherche et le développement est considérée comme l'une des variables les plus utilisées dans l'étude de la relation entre l'environnement entrepreneurial et la dynamique du

capital d'investissement (par exemple : Gompers and Lerner, 1999 ; Romain and van Pottelsberghe, 2004 ; Da Rin et al., 2006 ; Schröder, 2011 ; Bonini and Alkan, 2012 ; Cumming and Li, 2016 ; Najmi, 2019 ; Juzénaitė (2020). La majorité des études empiriques supportent l'hypothèse d'une relation positive entre les deux variables (Gompers and Lerner, 1999 ; Schertler, 2003 ; Romain and van Pottelsberghe, 2004 ; Da Rin et al., 2006 ; Schröder, 2011 ; Diaconu, 2012 ; Félix et al., 2013 ; Wang, 2015 ; Groh and Wallmeroth, 2016 ; Oberli, 2016). En effet, La R&D est un facteur non négligeable pour les entreprises en phase de maturité qui doivent maintenir leur compétitivité sur le marché. Par ailleurs, le rachat de petites entreprises par de grandes sociétés est un axe majeur de l'activité des sociétés de capital-investissement. On peut ainsi envisager que les dépenses en R&D devraient avoir un impact significatif et positif sur l'activité du capital-investissement au Maroc.

1.2.3.2. Les brevets d'invention

Le brevet est la protection juridique formelle d'une innovation scientifique susceptible d'apporter des valeurs économiques et sociales à son propriétaire. Il confère à son titulaire un droit de propriété exclusif et d'autres droits subordonnés concernant les applications industrielles et la commercialisation de son invention. Un niveau soutenu d'innovation et de progrès technologique permet de stimuler la croissance économique et de générer plus d'opportunités d'investissement en capital. De ce fait, nous considérons que les brevets pourraient favoriser la dynamique de financement par capital investissement au Maroc (Schertler, 2003 ; Romain and van Pottelsberghe, 2004 ; Guler and Guillen, 2010 ; Schröder, 2011 ; Cumming and Li, 2016 ; Wang, 2015).

1.2.3.3. Les entreprises créées

L'hypothèse d'une relation positive entre le nombre d'entreprises créées et la dynamique du marché du capital-investissement est intéressante à analyser. En effet, la création de nouvelles entreprises, qui mesure la dynamique entrepreneuriale, a une incidence du point de vue de la demande en matière de capital-investissement en tant que moyen de financement. Donc, à mesure que le nombre d'entreprises créées augmente, le recours au capital-investissement se développe également. Nous pensons, donc, que ce facteur devrait stimuler la dynamique du marché marocain de capital investissement.

1.2.3.4. Le niveau d'éducation et de capital humain

Le capital humain est l'un des facteurs clés de l'attractivité d'une économie en termes de capitaux étrangers (Wang, 1990 ; Hanson, 2001 ; Dupuch et Milan, 2005 ; Bouoiyour, 2007)¹⁴⁶. Par ailleurs, les investissements en capital-investissement sont plus étroitement liés au capital humain avec un niveau d'éducation plus élevé, à la fois en termes de capacité d'innovation technologique et de qualifications des managers. Conformément à ce que montre une étude de Wang (2015) sur les fonds de capital investissement, la majorité des associés et des dirigeants ont un MBA, ou un diplôme d'ingénieur (système des grandes écoles françaises), ou un master. En conséquence, on peut présumer qu'il existerait une relation positive entre l'offre de capital humain de haut niveau et la dynamique du capital investissement.

1.2.3.5. La productivité

La productivité est une variable que nous incluons, à la suite de Precup (2015), dans la mesure où nous pensons qu'elle est un déterminant essentiel de la décision des fonds de capital-investissement d'investir dans une économie. En effet, la productivité influence les performances des entreprises financées par le capital-investissement et donc le rendement des investissements qui y sont réalisés. Nous pouvons donc émettre l'hypothèse d'une relation positive entre la productivité et la dynamique du capital investissement au Maroc.

1.2.3.6. Les exigences administratives

Les exigences administratives conditionnent la phase de démarrage et d'exploitation d'une entreprise, comme les jours et les coûts liés à la création d'une entreprise dans un pays. Lorsque le degré de facilité de création d'entreprises est faible, cela se traduit par moins de procédures, de temps, de coûts et de capitaux pour créer une nouvelle entreprise. Il en découle que la demande de fonds de capital-investissement est stimulée par ces mesures visant à encourager l'esprit d'entreprise. Pour cette raison, nous considérons que cette variable serait susceptible d'avoir un impact positif sur la dynamique du capital-investissement.

¹⁴⁶ Cité par Azeroual, M. (2015). Op Cit, P. 24.

1.2.3.7. Les utilisateurs d'internet

Une économie avec un taux d'utilisateurs d'internet plus élevé doit avoir construit une infrastructure plus étendue pour fournir l'électricité, les télécommunications, la connexion internet et les services correspondants aux particuliers et aux entreprises. Cela contribuera à mieux attirer de nouveaux investissements (Bouklia et Zatlà, 2000 ; Alfaro et al., 2004 ; Sekkat et Veganzones, 2007). En outre, avec le développement rapide de la consommation en ligne, la croissance des entreprises liées à l'internet est de plus en plus importante, notamment dans le cas des start-ups (Wang, 2015). On peut donc supposer qu'il existerait une relation positive entre le niveau d'utilisation d'internet dans un pays et la dynamique de capital-investissement au Maroc.

Tableau 15 : Description des variables technologiques et entrepreneuriales et source de données.

<i>Variables</i>	<i>Abréviation</i>	<i>Description</i>	<i>Source</i>
Recherche et développement	R&D	Dépense en recherche et développement en pourcentage du PIB.	BM
Les brevets d'invention	INVE	Demandes de brevet par les résidents	BM
Les entreprises créées	ECRE	Nombre de nouvelles entreprises enregistrées	BM
Le niveau d'éducation et de capital humain	EDHC	Indice de capital humain, basé sur les années de scolarité et les rendements de l'éducation	PWT ¹⁴⁷
La productivité	PRDT	Niveau de la productivité des facteurs de production en parités de pouvoir d'achat courantes.	PWT
Exigences administratives	EXAD	La conformité aux exigences administratives (permis, règlements, rapports).	FEM ¹⁴⁸
Utilisateurs d'internet	UNET	Utilisateurs d'internet en pourcentage de la population	BM

Source : élaboré par nos soins.

¹⁴⁷ La Penn World Table (PWT) est un ensemble de données de comptes nationaux développées et gérées par des chercheurs de l'université de Californie, Davis et du Groningen Growth Development.

¹⁴⁸ Forum économique mondial, rapport sur la compétitivité mondiale.

1.2.4. Les variables réglementaires

Pour le Groupe de la Banque mondiale, une réglementation juridique de qualité est « la capacité perçue du gouvernement à formuler et à mettre en œuvre des politiques et des réglementations saines qui permettent et favorisent le développement du secteur privé ». Une réglementation efficace offre un environnement favorable aux activités de collecte de fonds en matière de capital investissement (Jeng et Wells, 2000). Ainsi, nous émettons la quatrième hypothèse de recherche suivante :

H4 : Un environnement réglementaire favorable est positivement assorti à la dynamique du capital investissement au Maroc.

Dans le cadre de cette étude, la vigueur de l'environnement légal et réglementaire est fonction des variables suivantes :

1.2.4.1. L'impôt sur les bénéfices

Selon Gompers et Lerner (1998), des taux d'imposition plus faibles stimulent l'activité des entreprises et donc les investissements en capital-investissement. Par conséquent, nous supposons qu'un niveau d'imposition élevé sur les bénéfices devrait avoir un impact négatif sur la dynamique du marché marocain du capital-investissement (Gompers and Lerner, 1999 ; Da Rin et al., 2006 ; Bedu and Montalban, 2014).

1.2.4.2. L'impôt sur les gains

Les taux d'imposition des gains (en revenu et en capital) plus faibles, tels que l'impôt sur les plus-values, accroissent le retour sur investissement pour les investisseurs et favorisent donc l'activité de collecte de fonds (Romain and van Pottelsberghe, 2004; Schröder, 2011; Bonini and Alkan, 2012; Cumming and Li, 2016; Bedu and Montalban, 2014; Groh and Wallmeroth, 2016; Oino, 2014; Ndlwana and Botha, 2018). Dès lors, nous estimons que le niveau d'imposition des gains aurait un effet positif sur la dynamique du marché du capital-investissement.

1.2.4.3. La rigidité du marché du travail

Dans les pays où le marché du travail est rigide, il est difficile de promouvoir le capital-investissement en raison de la restriction sur les recrutements et les licenciements, associée à des coûts et à des risques, particulièrement en période de difficultés économiques et

financières. En outre, les opérations de capital-investissement entraînent souvent des changements de dirigeants et des restructurations de personnel que les rigidités du marché du travail peuvent rendre difficiles (Jeng and Wells, 2000; Romain and van Pottelsberghe, 2004; Da Rin et al., 2006; Félix et al., 2013; Bonini and Alkan, 2012; Cumming and Li, 2016; Bozky and Kerr, 2014; Groh and Wallmeroth, 2016). Nous nous attendons à ce qu'un degré de rigidité élevé du marché du travail ait un impact significatif et négatif sur la dynamique du capital investissement.

1.2.4.4. La protection des investisseurs minoritaires

La protection des investisseurs désigne la capacité et les dispositions légales visant à protéger les investissements. Cette dimension est primordiale et représente un outil indispensable pour faire face à l'asymétrie d'information et aux risques moraux. En outre, La Porta et al. (2002) montrent qu'une faible protection des droits des actionnaires minoritaires peut entraîner un coût du capital plus élevé et une évaluation plus faible des entreprises. On peut donc supposer qu'il existerait une relation positive entre la protection des investisseurs minoritaires et l'activité de capital-investissement.

1.2.4.5. La protection de droits de propriété

Conformément aux études de Smith (2001) et de l'OCDE (2002), la protection des droits de propriété favorise les flux d'investissements étrangers, dans la mesure où elle rend plus difficile la reproduction illégale des innovations de l'entreprise. Par ailleurs, La Porta et al. (2002) montrent qu'une faible protection des droits de propriété peut entraîner un coût du capital plus élevé et une évaluation plus faible des entreprises. Dans ce cadre, la fixation de modalités contractuelles claires relatives à la protection des droits de propriété contribue à limiter les conflits possibles dans la relation entre les parties concernées. Partant, nous pouvons légitimement poser l'hypothèse selon laquelle une meilleure protection des droits de propriété se traduirait par une amélioration de la dynamique de capital investissement.

1.2.4.6. La qualité du système juridique

Groh et al. (2016) affirment que les structures juridiques ont un impact significatif sur l'attractivité en matière de capital-investissement. Ce constat rejoint celui de Jeng and Wells (2000), Leleux and Surlemont (2003), Guler and Guillén (2010), Bonini and Alkan (2012) et Hain et al. (2016), qui soutiennent qu'un bon système juridique protège les investisseurs

potentiels contre l'expropriation de leurs actifs et augmente leur volonté d'investir dans des titres, élargissant ainsi le champ d'action du marché des capitaux. Par conséquent, il est possible de présumer qu'il en ressort une relation positive entre la qualité du système juridique marocain et la dynamique de capital-investissement.

1.2.4.7. La réglementation d'insolvabilité

Un climat qui supporte la faillite est censé encourager les entreprises à prendre des risques et à développer des idées qui ne sont pas nécessairement couronnées de succès du premier coup. En effet, des lois sur la faillite plus restrictives découragent considérablement l'entrepreneuriat et la croissance des entreprises, ce qui réduit les investissements en capital en général (Armour et Cumming, 2016). Pour cela, nous jugeons que cette variable devrait avoir un impact positif sur le marché du capital-investissement.

Tableau 16 : Description des variables juridiques et réglementaires et sources de données

<i>Variables</i>	<i>Abréviation</i>	<i>Description</i>	<i>Source</i>
L'impôt sur les gains	IGNS	Impôts sur les revenus, les profits et les gains en capital (% des impôts totaux)	BM
L'impôt sur les bénéfices	IBEN	L'impôt sur les bénéfices correspond au montant des impôts sur les bénéfices payés par les entreprises.	BM
Le degré de rigidité du marché du travail	RTRA	Degré de flexibilité ou rigidité du marché du travail en fonction de la réglementation.	Fraser institute
La protection des investisseurs minoritaires	PRIM	Le score relatif à la protection des investisseurs minoritaires permet d'évaluer les économies par rapport aux meilleures pratiques réglementaires pour l'ensemble des indicateurs. Le score est indiqué sur une échelle de 0 à 100.	Doing business
La protection des droits de propriété	PPRO	Les droits de propriété, y compris sur les actifs financiers, sont mal définis et non protégés par la loi (= 1) ou sont clairement définis et bien protégés par la loi (= 7).	FEM ¹⁴⁹

¹⁴⁹ Rapport sur la compétitivité mondiale.

La qualité du système juridique	SJRI	Deux mesures comprenant une composante de risque. Chaque sous-composante équivaut à la moitié du total. La sous-composante « droit évalue la force et l'impartialité du système juridique », et la sous-composante « ordre évalue le respect de la loi par la population ».	Fraser institue
La réglementation d'insolvabilité	INSV	Le score relatif à la gestion de l'insolvabilité est la moyenne simple des scores de chacun des indicateurs composants : le taux de recouvrement des procédures d'insolvabilité impliquant des ressortissants nationaux, le taux de recouvrement des créances douteuses.	Doing business

Source : élaboré par nos soins.

1.2.5. Les variables institutionnelles

Les variables institutionnelles sont une autre catégorie qui sera examinée dans le cadre de cette thèse. En effet, il convient de déterminer les variables les plus importantes de ce secteur afin de voir comment les institutions peuvent aider les entreprises et les investisseurs à développer l'écosystème du capital-investissement et à trouver des solutions législatives innovantes en vue de stimuler leur activité et leur rentabilité. Dès lors, nous posons la cinquième hypothèse de recherche suivante :

H5 : L'environnement institutionnel présente une influence significative et positive sur la dynamique du capital investissement au Maroc.

Suivant la littérature, les variables institutionnelles les plus importantes sont :

1.2.5.1. La corruption

Dans le cadre de notre travail, nous intégrons la corruption comme un facteur institutionnel, dans la mesure où la corruption représente un coût additionnel pour les investisseurs. Il ressort des résultats des études que l'impact de la corruption sur la dynamique de capital investissement se révèle contradictoire. Des études confirment la relation positive entre les deux aspects (Cherif et Gazdar, 2009). D'autres, en revanche, soutiennent un lien

négalif comme (Groh and Wallmeroth, 2016). L'hypothèse de la neutralité de la relation a été élayée entre autres par Cherif et Gazdar (2011), Bonin et Alkan (2012) et Cumming et al., (2016). Dès lors, nous estimons qu'un faible niveau de corruption pourrait être un facteur de dynamique du marché marocain du capital-investissement.

1.2.5.2. La stabilité politique

La stabilité politique au niveau d'un pays est déterminante pour la croissance économique (Arbache et al., 2008 ; North, 1990). Selon Brunetti et Weder (1997), il existe un lien négatif entre l'incertitude institutionnelle et l'investissement privé. Par ailleurs, Cherif et Gazdar (2009) et Guler et Guillén (2010) montrent que la stabilité politique est favorable à la dynamique du capital-investissement. Par contre, Bonini and Alkan (2012), Cumming et al. (2016) et Hain et al. (2016) estiment que la stabilité politique n'est pas un déterminant significatif de la dynamique du capital-investissement. Dès lors, nous postulons un lien positif entre la stabilité politique et la dynamique du capital-investissement.

1.2.5.3. La qualité des institutions publiques

Un cadre institutionnel adéquat est primordial pour favoriser l'activité économique et les entrées en capital. En effet, les investisseurs sont en quête d'un lieu de confiance pour investir, particulièrement dans les pays en développement. De nombreux indicateurs ont été employés pour déterminer la qualité des institutions, notamment les indicateurs de bonne gouvernance et l'indice de liberté économique.

Ainsi, conformément à Cherif et Gazdar (2009), Bernoth et Colavecchio (2014) et Cumming et al. (2016), la qualité des institutions publiques, représentée par les indicateurs de bonne gouvernance (l'efficacité du gouvernement, l'état de droit, la qualité de la réglementation, l'intégrité du gouvernement et la voix citoyenne et responsabilité) est un facteur déterminant de la dynamique du capital-investissement.

En ce qui concerne l'indice de liberté économique, Cherif et Gazdar (2011) et Li et Zahra (2012) ont utilisé les variables de cet indice pour mesurer la qualité des institutions publiques. De manière générale, les autres soulignent que cet indice a une relation positive avec l'activité du capital d'investissement.

Dès lors, nous nous attendons à ce que la qualité des institutions publiques doive avoir une relation positive avec un marché du capital-investissement dynamique.

**Tableau 17 : Description des variables institutionnelles utilisées
et sources de données**

Variables	Abréviation	Description	Source
La corruption	CRUP	Le contrôle de la corruption capte les perceptions de la mesure dans laquelle le pouvoir public est exercé à des fins privées, y compris les petites et grandes formes de corruption, ainsi que la « capture » de l'État par les élites et les intérêts privés. L'estimation donne le score du pays sur l'indicateur agrégé en unités d'une distribution normale standard, c'est-à-dire allant, d'environ -2,5 à 2,5.	BM ¹⁵⁰
La stabilité politique	SPOL	Stabilité politique et absence de violence/terrorisme mesurent la perception de la probabilité d'instabilité politique ou de violence à motivation politique, y compris le terrorisme.	BM
L'efficacité du gouvernement	EGOV	L'efficacité du gouvernement capte les perceptions de la qualité des services publics, de la qualité de la fonction publique et de son degré d'indépendance vis-à-vis des pressions politiques, de la qualité de la formulation et de la mise en œuvre des politiques, et de la crédibilité de l'engagement du gouvernement envers ces politiques. L'estimation donne le score du pays sur l'indicateur agrégé allant d'environ -2,5 à 2,5.	BM
L'état de droit	EDRT	L'état de droit saisit les perceptions de la mesure dans laquelle les agents ont confiance dans les règles de la société et les respectent, et en particulier la qualité de l'exécution des contrats.	BM
Qualité de la	QRGL	La qualité de la réglementation	BM

¹⁵⁰ Les indicateurs mondiaux de gouvernance.

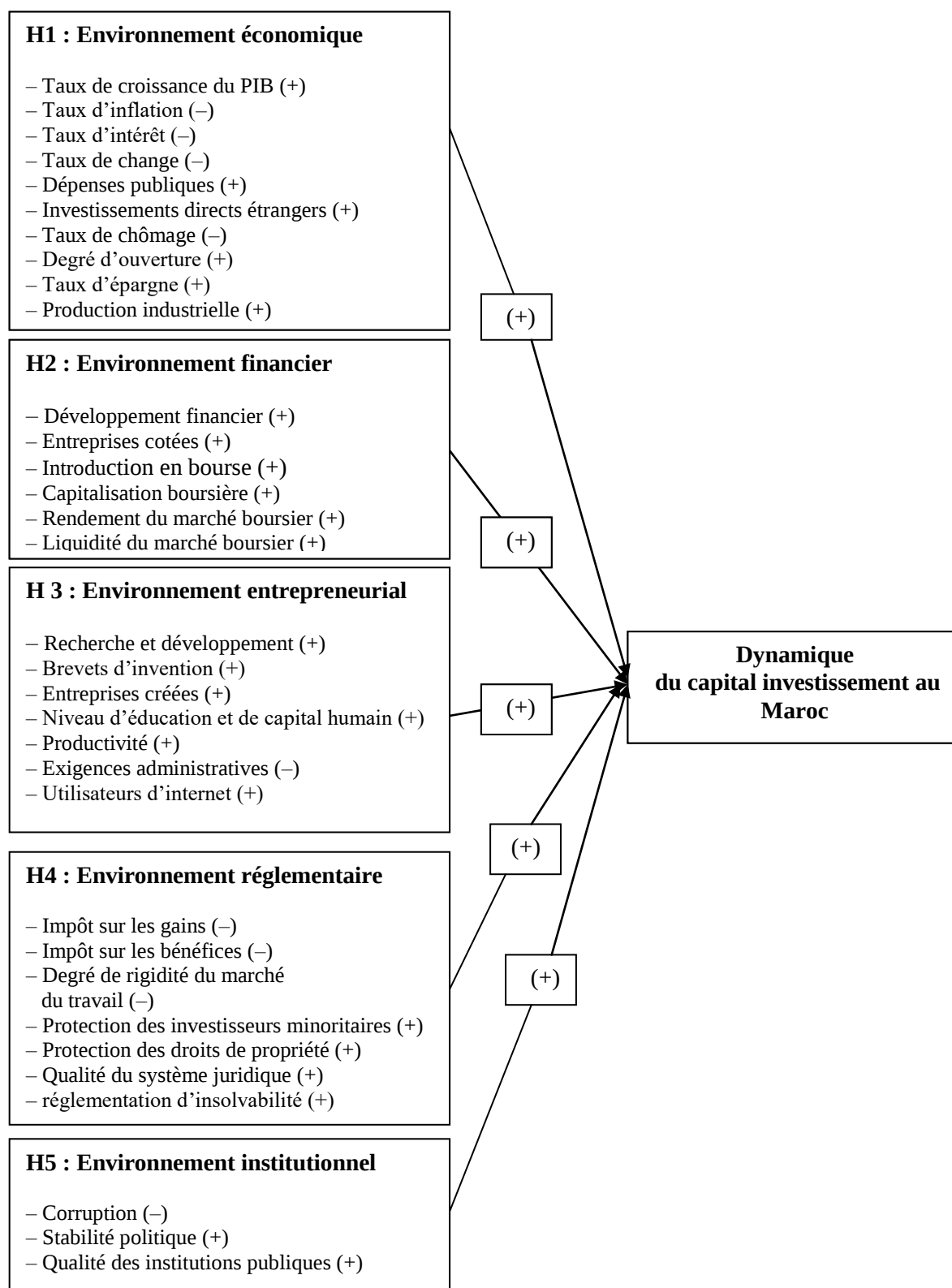
réglementation		reflète la perception de la capacité du gouvernement à formuler et à mettre en œuvre des politiques et des réglementations saines qui permettent et encouragent le secteur privé.	
Voix citoyenne et responsabilité	VCTR	Cette variable capte les perceptions de la mesure dans laquelle les citoyens d'un pays sont en mesure de participer à la sélection de leur gouvernement, ainsi que la liberté d'expression, la liberté d'association et la liberté des médias. L'estimation donne le score du pays sur l'indicateur agrégé en unités d'une distribution normale standard, c'est-à-dire allante, d'environ -2,5 à 2,5.	BM
Intégrité du gouvernement	IGOV	Le manque d'intégrité du gouvernement réduit la confiance du public et la vitalité économique en augmentant les coûts de l'activité économique. Cette variable est notée sur une échelle de 0 à 100.	Heritage Foundation
La liberté d'entreprise	LBSE	Le score de liberté des entreprises pour chaque pays est un nombre compris entre 0 et 100, 100 indiquant l'environnement des affaires le plus libre	Heritage Foundation
La Liberté monétaire	LBMN	La liberté monétaire combine une mesure de l'inflation avec une évaluation des diverses activités gouvernementales qui faussent les prix. Cette variable est notée sur une échelle de 0 à 100.	Heritage Foundation
La liberté commerciale	LBCM	La liberté des échanges est une mesure composite de l'ampleur des barrières tarifaires et non tarifaires qui affectent les importations et les exportations de biens et de services.	Heritage Foundation
La liberté d'investissement	LBIV	Dans un pays économiquement libre, il n'y aurait aucune contrainte	Heritage Foundation.

		sur le flux des capitaux d'investissement. Les individus et les entreprises seraient autorisés à déplacer leurs ressources vers des activités spécifiques, tant à l'intérieur qu'au-delà des frontières du pays, sans restriction. Un tel pays idéal recevrait un score de 100 pour la composante liberté d'investissement de l'indice	
La liberté financière	LBFN	La liberté financière est un indicateur de l'efficacité des banques ainsi qu'une mesure de l'indépendance vis-à-vis du contrôle et de l'ingérence des pouvoirs publics dans le secteur financier.	Heritage Foundation

Source : élaboré par nos soins.

La figure suivante synthétise le cadre conceptuel de la recherche :

Figure 28 : La structure du modèle d'analyse : les déterminants potentiels de la dynamique du capital-investissement au Maroc.



Source : élaborée par nos soins

2. Le modèle empirique

Nous présenterons, dans un premier temps, le modèle que nous utiliserons et, dans un deuxième temps, la méthodologie de l'approche empirique retenue, à savoir le modèle autorégressif à retards échelonnés ou distribués (ARDL).

2.1. Le modèle utilisé

Dans le cadre de cette étude, un modèle de série chronologique linéaire est adopté pour tester la relation entre le niveau du capital investissement et les variables indépendantes retenues. Les études dans cette thématique emploient des techniques de régression sur données de panel, en raison principalement du fait que les études évaluent les déterminants dans plusieurs pays, et par conséquent, cette méthode est plus pertinente. Au regard de la rareté des données et étant donné que la présente étude ne porte que sur le test des déterminants dans le contexte marocain, le modèle de série chronologique linéaire a donc été jugé plus approprié.

2.2. Présentation de la méthodologie de l'approche empirique utilisée (ARDL)

2.2.1. Présentation du modèle autorégressif à retards échelonnés (ARDL)¹⁵¹

Les modèles « *AutoRegressive Distributed Lag/ARDL* » ou « *modèles autorégressifs à retards échelonnés ou distribués* » en français sont des modèles dynamiques. Ces derniers ont la particularité de tenir en compte la dynamique temporelle (délai d'ajustement, anticipations, etc.) dans l'explication d'une variable (série chronologique), améliorant ainsi les prévisions et efficacités des politiques (décisions, actions, etc.), contrairement au modèle simple (non dynamique) dont l'explication instantanée (effet immédiat ou non étalé dans le temps) ne restitue qu'une partie de la variation de la variable à expliquer (Kuma, 2018).

Selon Kuma (2018), dans la famille des modèles dynamiques, l'on distingue trois types de modèles. Si l'on considère la variable dépendante « Y_t » et la variable indépendante « X_t », l'on notera :

- Les modèles autorégressifs (AR) : c'est des modèles dynamiques où l'on trouve, parmi les variables explicatives (X_t), la variable dépendante décalée (ses valeurs passées). Le terme « *autorégressif* » traduit la régression d'une variable sur elle-même, soit sur ses propres valeurs décalées. En général, ils se présentent comme

¹⁵¹ En anglais *autoregressive distributed lag*

suit (forme implicite) :

$$Y_t = f(X_t, Y_{t-p})$$

- Les modèles à retards échelonnés ou distributed lag (DL) : c'est des modèles dynamiques qui ont pour variables explicatives : X_t et ses valeurs passées ou décalées. Le terme « *retards échelonnés* » montre que les effets à court terme de X_t sur Y_t sont différents de ceux à long terme. D'un point de temps à un autre, les échelles de réaction de Y_t au changement de X_t diffèrent. En général, leur forme est :

$$Y_t = f(X_t, X_{t-q})$$

- Les modèles autorégressifs à retards échelonnés (ARDL) : ces modèles combinent les caractéristiques de deux précédents ; on y trouve, parmi les variables explicatives (X_t), la variable dépendante décalée (Y_{t-p}) et les valeurs passées de la variable indépendante (X_{t-q}). Ils ont la forme générale suivante :

$$Y_t = f(X_t, Y_{t-p}, X_{t-q})$$

Si l'on considère la variable dépendante « Y_t » et la variable indépendante « X_t », sous sa forme générale, un modèle ARDL s'écrit comme suit :

$$Y_t = \varphi + a_1 Y_{t-1} + \dots + a_p Y_{t-p} + b_0 X_t + \dots + b_q X_{t-q} + e_t$$

Ou encore

$$Y_t = \varphi + \sum_{i=1}^p a_{it-i} + \sum_{j=0}^q b_j X_{t-j} + e_t$$

Avec $e_t \sim iid(0, \sigma)$: terme d'erreur ; « b_0 » traduit l'effet à court terme de X_t sur Y_t

2.2.2. L'approche des bornes (« *Bounds Test* ») et test de cointégration de Pesaran et al. (2001)

Selon Kuma (2018) lorsqu'on dispose de plusieurs variables intégrées d'ordres différents (I(0), I(1)), l'on peut recourir au test de cointégration de Pesaran et al. (2001)

appelé « *test de cointégration aux bornes* » ou « *bounds test to cointegration* », développé au départ par Pesaran et Shin (1999). Si l'on recourt au test de cointégration de Pesaran pour vérifier l'existence d'une ou plusieurs relations de cointégration entre les variables dans un modèle ARDL, l'on dira que l'on recourt à l'approche « *ARDL approach to cointegrating* » ou que l'on applique le test de cointégration par les retards échelonnés.

Le modèle qui sert de base au test de cointégration par les retards échelonnés (test de Pesaran et al. (2001)) est la spécification ARDL cointégrée suivante (elle prend la forme d'un modèle à correction d'erreur (MCE) ou « *vector error correction model* » (VECM), lorsqu'on étudie la dynamique entre deux séries.

« Y_t et X_t » :

$$\Delta Y_t = \lambda_1 Y_{t-1} + \lambda_2 X_{t-1} + \sum_{i=1}^p a_i \Delta Y_{t-i} + \sum_{j=0}^{q-1} b_j \Delta X_{t-j} + \pi_0 + \pi_t + e_t$$

Cette spécification présente le modèle ARDL sous forme d'un MCE ou un VEC, ce qui suppose l'existence des relations de cointégration entre séries. La dernière relation peut s'écrire aussi comme suit :

$$\Delta Y_t = \pi_0 + \pi_t + \sum_{i=1}^p a_i \Delta Y_{t-i} + \sum_{j=0}^{q-1} b_j \Delta X_{t-j} + \theta u_{t-1} + e_t$$

2.2.3. La justification du choix du modèle ARDL utilisé

Dans cette thèse, nous examinons l'effet des variables exogènes à long et court terme sur la dynamique du capital investissement au Maroc. Notre contribution, dans le cadre de ce modèle empirique, est de tenter d'expliquer la corrélation dynamique entre ces deux éléments. Nous appliquons un modèle autorégressif ARDL, qui a été développé par Pesaran et Shin (1998) et Pesaran et al. (2001), pour étudier la relation à long et court terme entre des variables caractérisées par un ordre d'intégration différent. Il s'agit d'un test de limite pour l'étude de la relation à long terme dans un modèle ARDL. Ce modèle présente la possibilité d'aborder à la fois la dynamique de long terme et les effets de court terme. Cette méthode est de plus en plus employée en tant que technique alternative aux tests de cointégration usuels¹⁵², car, premièrement, elle ne requiert pas que les variables du modèle soient intégrées du même

¹⁵² Les techniques de cointégration les plus utilisées sont celles en deux étapes d'Engle et Granger (1987), l'approche de Johansen (1988) et la méthode de Johansen et Juselius (1990). Toutefois ces tests de cointégration usuels préconisent l'utilisation des séries intégrées de même ordre I(0) ou I(1) (Gritli, 2017).

ordre (I(0) ou I(1)). Ainsi, ce modèle¹⁵³ adresse le problème de l'ordre d'intégration propre au test de Johansen (1995). Deuxièmement, la modélisation ARDL utilisant des décalages adéquats permettra d'obtenir des estimations non biaisées du modèle à long terme, même en présence de variables explicatives endogènes, par une augmentation appropriée de l'ordre des variables explicatives (Harris et Sollis, 2003). Troisièmement, le recours à l'approche ARDL est plus robuste et donne de meilleurs résultats pour les échantillons de petite taille par rapport aux autres techniques de cointégration. De plus, le modèle ARDL donne la possibilité de traiter simultanément la dynamique de long terme et les ajustements de court terme (le modèle à correction d'Erreurs ECM) (Pesaran et al., 2001). Enfin, selon Maamri (2021)¹⁵⁴ le test de cointégration de Pesaran et al (2001) (« *The Bounds test* ») permet d'utiliser différents retards pour les régresseurs par opposition aux Pesaran et al. (2001).

3.1. Procédures de l'utilisation de l'approche ARDL

La méthode ARDL, comme indiqué ci-dessus, adresse les problèmes relatifs à l'analyse des séries temporelles, en particulier le décalage en termes d'ordre d'intégration des séries temporelles utilisées. Il s'agit d'un problème de taille dans le cas des méthodes classiques qui sont fondées principalement sur des séries stationnaires en niveau ou qu'elles sont toutes intégrées dans le même ordre Maamri (2021)¹⁵⁵.

À l'issue de la validation des propriétés stochastiques des séries du modèle retenu et après avoir contrôlé que toutes les séries soient stationnaires en niveaux ou en différence première, pour mettre en œuvre le modèle ARDL, il est nécessaire de suivre les étapes suivantes¹⁵⁶ :

- Détermination du modèle optimal en utilisant le critère d'information SIC ou AIC;
- Estimation du modèle ARDL;
- Vérification de l'existence d'une relation de cointégration par l'approche de test aux bornes (Bounds Test) Test de cointégration de Pesaran *et al.* (2001);

¹⁵³ Ouriemi, I. (2018). Vers des approches dynamiques des marchés énergétiques : effet de la financiarisation (Doctoral dissertation, Conservatoire national des arts et métiers-CNAM), P.222.

¹⁵⁴ M. Maamri (2021). L'apport des institutions dans la politique d'ouverture et de croissance économiques : Cas del'Algérie, P, 211. En ligne <http://univ-bejaia.dz/xmlui/bitstream/handle/123456789/15581/L%e2%80%99apport%20des%20institutions%20dans%20la%20politique%20d%e2%80%99ouverture%20et%20de%20croissance%20c3%a9conomiques%20%20Cas%20de%20l%e2%80%99Alg%c3%a9rie.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Dernière consultation le 15/01/2022.

¹⁵⁵ M. Maamri (2021). Op Cit, P. 209.

¹⁵⁶ M. Maamri (2021). Op Cit, P. 209-210.

- L'estimation de la relation de court terme (ECM);
- L'estimation de la relation de long terme (calcul des coefficients de l'équation sous forme d'élasticité);
- Détermination des éventuelles relations de causalité au sens de Toda et Yamamoto (et ce, dans le cas où le coefficient de la force de rappel vers l'équilibre est négatif et significativement différent de zéro);
- Vérification de la robustesse du modèle ARDL estimé (le test d'autocorrélation des erreurs, le test Hétéroscédasticité, le test de normalité et les tests de stabilité des paramètres du modèle estimé).

Conclusion du chapitre V

Dans leur volonté de faire preuve de scientificité, les chercheurs, en plus de présenter et de discuter les résultats de leurs recherches, présentent systématiquement la voie par laquelle ils sont arrivés à ces résultats.

Ce chapitre a été consacré aux choix méthodologiques utilisés dans notre travail de recherche. « *La méthodologie de recherche englobe à la fois la structure de l'esprit et de la forme de la recherche et les techniques utilisées pour mettre en pratique cet esprit et cette forme* »¹⁵⁷. Dans cette optique, les choix méthodologiques effectués dans cette thèse pour générer des résultats valides et fiables ont été fixés comme suit :

- Positionnement épistémologique : ce positionnement est, en fait, un paramètre qui conditionne considérablement la réalisation de la recherche. L'approche qui a été retenue pour cette recherche se place dans la logique positiviste.
- Mode de raisonnement : pour cette thèse, nous avons retenu le raisonnement hypothético-déductif visant ainsi à prouver plutôt qu'à découvrir. En effet, au regard de notre sujet de recherche, les études disponibles sont suffisamment nombreuses et élaborées et cela nous permet de formuler des hypothèses. Nous tentons ensuite, grâce à un raisonnement déductif, de dégager des liens de causalité entre les variables étudiées et ainsi d'expliquer et de prédire les relations existantes entre les faits¹⁵⁸.
- Méthode quantitative : l'approche utilisée est de nature quantitative et fait appel à des analyses statistiques.
- Modèle empirique : Après avoir effectué la collecte des données et la définition des variables, les autres étapes de l'étude empirique sont fondées essentiellement sur une analyse économétrique. Le modèle ARDL estimé à partir du logiciel Eviews 11 est à la base du choix qui a été retenu.

¹⁵⁷ Gauthier, B. (dir.) (2006). Recherche sociale : De la problématique à la collecte des données. 4e édition, Presses de l'Université du Québec. Québec, Canada, P.8. En ligne : <http://livre21.com/LIVREF/F38/F038002.pdf>. Dernière consultation le 15/05/2021.

¹⁵⁸ Gauthier, O. (2010). Attentes et satisfaction des entrepreneurs à l'égard des contributions non financières offertes ou exigées par les sociétés de capital de risque (Doctoral dissertation, Université du Québec à Trois-Rivières), P.41. En ligne : <https://depot-e.uqtr.ca/id/eprint/1214/1/030167922.pdf>. Dernière consultation le 26/03/2021.

Chapitre VI :

Résultats et discussion

La problématique de notre recherche vise à comprendre les facteurs qui déterminent la dynamique du marché marocain du capital-investissement et les implications en termes de politiques publiques. Pour ce faire, une approche quantitative a été utilisée pour étudier l'importance relative de chaque déterminant.

Ce chapitre se rapporte à la présentation, l'analyse et la discussion des résultats de l'étude. Nous présenterons les résultats de la recherche au moyen de tableaux pour chaque ensemble de déterminants. La présentation des résultats commence par les tests de racine unitaire pour établir la stationnarité qui est suivie par des tests pour les relations à long et court terme, en utilisant les modèles vectoriels de correction d'erreurs, et enfin, le test de causalité de long terme au sens de Toda et Yamamoto (1995).

La discussion des résultats dans ce chapitre suivra la même structure que la revue de la littérature présentée dans le chapitre trois. Par ailleurs, le modèle présenté par Groh et al, (2018) dans leur indice d'attractivité des pays servira de base aux discussions et aux implications qui en découlent pour répondre à la problématique générale de la recherche.

Section 1 : Résultats empiriques et interprétations

Les résultats empiriques de cette étude seront présentés et interprétés dans cette section. Avant d'estimer le modèle spécifié dans le chapitre précédent pour chaque catégorie de déterminants, nous examinerons d'abord les propriétés des séries chronologiques de l'ensemble des données en effectuant des tests de racine unitaire à l'aide des procédures ADF. Plusieurs autres tests de diagnostic ont été employés pour évaluer la robustesse du modèle estimé sur la base de critères économétriques.

1. Les déterminants économiques

Afin de vérifier dans quelle mesure les déterminants économiques contribuent à la dynamique du capital d'investissement au Maroc, nous tâcherons ci-après de montrer de manière systématique et synthétique les différentes phases nécessaires à la conduite d'une approche ARDL. Nous présenterons en effet à la fois la logique des décisions et du passage d'un test à l'autre, et les considérations à prendre en compte dans l'interprétation des résultats.

1.1. Étude des propriétés des séries

Pour éliminer les régressions fallacieuses et éviter une interprétation incorrecte des résultats, nous devons d'abord examiner la stationnarité des séries temporelles et la multicolinéarité entre les variables de notre modèle.

1.1.1. Test d'ADF

Le test de Dicky-Fuller augmenté nous permet de vérifier la stationnarité des séries en tenant compte de l'autocorrélation des erreurs. Ce test détermine d'abord le retard optimal afin de blanchir les résidus par la méthode de minimisation des critères d'information. De nombreux tests permettent de déterminer le niveau de stationnarité des séries¹⁵⁹, parmi lesquels nous avons retenu le test de Dicky-Fuller augmenté (ADF).

¹⁵⁹ Selon Kuma (2018, P.7), « pour tester la stationnarité d'une série temporelle (absence de racine unitaire), plusieurs tests sont disponibles dans la plupart de logiciels : test de Augmented Dickey-Fuller/ADF, test de Phillippe-Perron/PP, test de Andrews et Zivot/AZ, test Ng-Perron, Kwiatkowski, Phillips, Schmidt et Shin/KPSS, Ouliaris-Park-Perron, Elliott-Rothenberg-Stock, etc. Les trois premiers tests sont faciles d'application et sont couramment utilisés. L'on notera que le test ADF est efficace en présence d'autocorrélation des erreurs, le test PP est conseillé en présence d'erreurs hétéroscédastiques, le test AZ est adapté pour des séries qui sont victimes de changement de régime (rupture de tendance) identifié de façon endogène, et le test KPSS décompose une série en trois composantes (partie déterministe, partie aléatoire, bruit blanc) avec l'hypothèse nulle de stationnarité ».

Pour appliquer la méthode ARDL, il faut que les variables soient stationnaires en niveau I(0) ou en différence première I(1) ou un mélange de niveau et de différence première. Les résultats de stationnarité sont présentés dans le tableau suivant :

**Tableau 18 : Résultats du test ADF de la stationnarité des séries
(variables économiques)**

Variable	En niveau	En différence première	Décision
FNLV	-2.536819	-7.512181***	I(1)
DOUV	-0.970401	-6.288497***	I(1)
DEPN	-2.306147	-3.241719**	I(1)
IDE	-1.798380	-6.309579***	I(1)
PIND	0.155436***		I(0)
TEXC	-2.183893	-3.719165**	I(1)
TCHM	-0.948114	-5.350743***	I(1)
TPIB	-1.675336	-11.82498***	I(1)
TSAV	-2.146757	-5.949558***	I(1)
TINF	-3.294564**		I(0)
TINT	-3.981500***		I(0)

** : significatif au seuil de 5%

*** : significatif au seuil de 10%

Source : élaboré par nos soins à partir des résultats d'Eviews 11.

Les résultats du tableau 18 montrent que les séries ne sont pas intégrées à un ordre supérieur à 1. En effet, toutes les variables sont soit intégrées d'ordre 0 ou 1, ce qui justifie l'utilisation du modèle ARDL pour notre modélisation.

1.1.2. Test de multicolinéarité

Pour identifier la multicolinéarité entre les variables, les valeurs du facteur d'inflation de variance et d'inflation (VIF) ont été étudiées. Nous avons utilisé ces valeurs pour éliminer les variables ayant une VIF supérieures à cinq (Hair et al, 1995 ; Becker et al., 2015). D'après les résultats du tableau 19 les variables éliminées sont TCHM, DOUV et IDE. Concernant les autres variables retenues, les valeurs VIF montrent que la multicolinéarité ne semble pas présenter de risque.

Tableau 19 : Résultats du test de multicollinéarité (variables économiques)

Variable	VIF
PIND	1.409347
TEXC	1.229854
TPIB	1.634675
TSAV	2.278331
TINF	1.371564
TINT	3.254433
DEPN	1.817220

Source : élaboré par nos soins à partir des résultats d'EvIEWS 11.

1.2. Résultats des estimations de l'approche ARDL et des tests de cointégration

Nous utiliserons l'approche ARDL pour analyser l'impact des variables économiques sur la dynamique du capital-investissement au Maroc à court et à long terme. Pour cela, nous effectuons d'abord le test de Bounds pour étudier les relations de cointégration à long et court terme. Ensuite, nous déterminons la relation de causalité.

1.2.1. Résultats du test de cointégration aux bornes (*Bounds Test*)

Dans le but de vérifier l'existence d'une relation à long terme entre les variables économiques et la dynamique du capital investissement au Maroc dans notre modèle, nous nous sommes basés sur le test de Wald qui sert à tester l'existence d'une relation de cointégration et à vérifier si les variables ont une structure similaire à long terme. Pour déterminer la présence de la cointégration entre les séries, on utilise l'approche du test de Bonds, cette procédure est basée sur l'analyse de la statistique de Fisher. Si la statistique F calculée est supérieure à la valeur critique supérieure, l'hypothèse nulle d'absence de cointégration peut être rejetée, quels que soient les ordres d'intégration des variables. En revanche, si la valeur calculée de la statistique de Fisher est inférieure à la valeur critique inférieure, l'hypothèse nulle d'absence de cointégration ne peut être rejetée. Cependant, dans le cas où la valeur calculée de cette statistique serait comprise entre les valeurs critiques (inférieure et supérieure), le résultat n'est pas concluant¹⁶⁰.

¹⁶⁰ M. Maamri (2021). Op cit, P.216.

**Tableau 20 : Résultats du test de cointégration aux bornes
(variables économiques)**

Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
Asymptotic : n=1000				
F-statistic	6.92192	10%	1.85	2.85
K	8	5%	2.11	3.15
		2,5%	2.33	3.42
		1%	2.62	3.77

Source : élaboré par nos soins à partir des résultats d'EvIEWS 11.

Les résultats du test de bondes présentés dans le tableau ci-dessus nous donnent une statistique de Fisher ($F=6.92192$), cette dernière étant supérieure aux différentes valeurs de la même statistique aux différents seuils de significativité de 1%, 5% et 10%. Ce résultat nous conduit à rejeter l'hypothèse nulle de l'absence de relation de long terme et de conclure par l'existence d'une relation de long terme entre les variables de notre modèle.

1.2.2. Estimation de la relation à court terme

Après avoir testé le niveau de stationnarité des séries utilisées dans le modèle, et le test ADF a conclu que toutes les séries étaient stationnaires au niveau ou différence première, il est possible de procéder à l'estimation ARDL. Dans l'approche ARDL, le nombre de retards à intégrer dans le modèle doit d'abord être déterminé. Pour ce faire, les économètres recommandent d'utiliser les critères d'Akaike, Schwarz et Hannan-Quinn pour tester un ensemble de 20 combinaisons de retard, parmi lesquelles ils choisissent celle qui minimise le résultat. Notre étude s'est également basée sur les mêmes critères testés par Akaike et Schwarz, dont les résultats sont présentés dans le tableau 21.

Les résultats des tests de Schwartz (11.93666), Akaike (11.44073) et Hannan-Quinn (11.55756), retenus pour choisir nombre de retard optimal à intégrer pour les 20 modèles que les tests prennent en considération, ont tous les trois montré que le modèle ARDL à estimer est le suivant (tableau 21) :

**Tableau 21 : Résultats de l'estimation du modèle à correction d'erreurs
(variables économiques)**

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(FNLV(-1))	2.981081	0.097035	30.72160	0.0001
D(FNLV(-2))	0.962568	0.036155	26.62318	0.0001
D(TPIB)	-3.38E-07	1.12E-08	-30.10961	0.0001
D(PIND)	-233.0124	21.53603	-10.81966	0.0017
D(TEXC)	1319.639	48.60856	27.14827	0.0001
D(TSAV)	-8.032613	10.88225	-0.738139	0.5139
D(TINF)	196.4204	12.15351	16.16162	0.0005
D(TINT)	956.6802	43.15987	22.16597	0.0002
D(DEPN)	-112.1581	4.406268	-25.45423	0.0001
CointEq(-1)*	-4.997156	0.139845	-35.73341	0.0000
R-squared	0.993926	Mean dependent var		66.54545
Adjusted R-squared	0.989370	S.D. dependent var		615.2352
S.E. of regression	63.43080	Akaike info criterion		11.44073
Sum squared resid	48281.60	Schwarz criterion		11.93666
Log likelihood	-115.8480	Hannan-Quinn criter.		11.55756
Durbin-Watson stat	2.574332			

[t] : La valeur de la statistique de student

Source : élaboré par nos soins à partir des résultats d'EvIEWS 11.

Les résultats de l'estimation du modèle à retards échelonnés montrent que la relation statistique entre les variables est très bonne vu la valeur des coefficients de détermination simple et ajustée (R^2 , $\bar{R}^2$), lesquelles mesurent la part de la variation expliquée par rapport à la variation totale, est proche d'un (01) et qui montre que la variabilité de la dynamique du capital investissement au Maroc (FNLV) est exprimée par la variabilité de notre modèle.

Selon les résultats de l'estimation contenus dans le tableau ci-dessus, on constate qu'à court terme le taux de croissance économique (TPIB), la production industrielle (PIND), les dépenses publiques (DEPN), le taux de change (TEXC), le taux d'inflation (TINF) et le taux d'intérêt (TINT) sont des variables déterminantes du niveau de la dynamique du capital investissement au Maroc. Ainsi, les variables TPIB, PIND et DEPN ont un effet négatif et

significatif sur la levée de fonds. En revanche, les variables *TEXC*, *TINFL* et *TINT* exercent un effet positif à court terme sur les activités de levée de fonds.

Le coefficient *cointEq* (-1) est considéré comme significatif lorsqu'il est négatif en valeur et que son t-ratio et son p-value sont significatifs. Le coefficient *cointEq* (-1) indique la vitesse par laquelle le déséquilibre à long terme est corrigé à court terme. Dans notre cas, le terme à correction d'erreur est significatif et négatif matérialisant l'existence d'un mécanisme à correction d'erreurs. Les résultats montrent que la valeur du coefficient de la force de rappel vers l'équilibre *CointEq* (-1) = -4.997156 est négative et significativement différente de 0 au seuil de 5% qui signifie que les déséquilibres de l'année dernière sont corrigés durant l'année en cours au bout de 1/4.99 années (2mois et demi). Cette relation de court terme révèle aussi que les valeurs passées de la levée de fonds ont un effet positif sur les valeurs futures. Ces résultats indiquent l'existence d'un mécanisme de correction des erreurs, d'où la validation des résultats de notre modèle de relation de court terme (ECM) et l'intérêt de tester pour une relation de long terme.

1.2.3. Estimation de la relation de long terme

L'estimation de la relation à long terme nous révèle les élasticités de la variable endogène par rapport aux autres variables exogènes. Les résultats de ce test sont résumés dans le tableau 22.

**Tableau 22 : Résultats de l'estimation de la relation de long terme
(variables économiques)**

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PIND	-354.2404	30.98263	-11.43352	0.0014
TEXC	-198.6203	17.56240	-11.30940	0.0015
TPIB	71.02866	19.09879	3.719014	0.0338
TSAV	23.43370	8.163831	2.870430	0.0640
TINF	234.8670	17.18692	13.66545	0.0008
TINT	44.88463	16.98717	2.642267	0.0775
DEPN	-2.014155	2.425222	-0.830503	0.4672
C	9684.873	955.0906	10.14027	0.0020

Source : élaboré par nos soins à partir des résultats d'EvIEWS 11.

Nous constatons à partir des estimations effectuées à l'aide du modèle ARDL qu'à long terme, la production industrielle (PIND), le taux de change (TEXC), le taux de croissance économique (TPIB) et le taux d'inflation (TINF) sont des déterminants de la dynamique du capital investissement au Maroc. En revanche, les dépenses nationales publiques (DEPN), le taux d'intérêt (TINT) et le taux d'épargne (TSAV) exercent un effet non significatif par rapport à la dynamique du marché du capital investissement.

Concernant le TPIB, il est statistiquement significatif et positif. Il constitue donc l'un des déterminants de la dynamique du capital investissement au Maroc. Ceci rejoint les études de Romain and van Pottelsberghe (2004), Cherif and Gazdar (2009), Li and Zahra (2012), Ndlwana and Botha (2018), Ning et al. (2015), Armour and Cumming (2016), Hain et al. (2016) et Marti and Balboa (2001). En fait, la croissance économique élargit les opportunités dans lesquelles les investisseurs en capital peuvent investir.

En outre, la variable TINF s'avère significative et positive. Ce résultat soutient les résultats obtenus par Ning et al. (2015). En vertu de notre modèle conceptuel, il existe une relation négative entre le taux d'inflation et la dynamique du marché du capital investissement au Maroc. Cette hypothèse n'a pas été confirmée par les tests effectués.

Pour sa part, la variable PIND se voit significative et négative. Ce résultat est contraire à notre hypothèse et les aboutissements de Ning et al. (2015). Ce résultat est surprenant dans le cas du Maroc qui a mis en place notamment à partir de 2005 le plan d'émergence industriel

pour renforcer la portée des stratégies sectorielles entamées et pour faire du pays une plateforme pour les investisseurs étrangers¹⁶¹.

De même, la variable TEXTC s'avère significative, mais négative. Ce résultat appuie notre hypothèse qui consiste en la relation négative entre le taux de change et la dynamique du marché marocain du capital investissement. À signaler que le taux de change peut à la fois décourager et favoriser la dynamique du capital investissement Nkam et al. (2020).

En ce qui concerne les dépenses publiques (DEPN), le taux d'intérêt (TINT) et le taux d'épargne (TSAV) elles apparaissent non significatives dans le modèle estimé. Ce résultat est mitigé par rapport à ce que suggèrent notre modèle conceptuel, la théorie et la littérature économique, qui défendent la relation positive entre la dynamique du marché de capital investissement, d'une part, et l'intervention de l'État (Cumming and Li, 2016; Gompers et Lerner, 2000), le taux d'intérêt (Romain and van Pottelsberghe, 2004 ; Schröder, 2011 ; Félix et al., 2013 ; Najmi, 2019 ; Ndlwana and Botha, 2018 ; Ning et al., 2015 ; Wang, 2015) et le taux d'épargne, d'autre part.

1.2.4. Estimation des relations de causalité de long terme

La valeur du coefficient de la force de rappel vers l'équilibre calculée lors de l'estimation du modèle à correction d'erreurs [CointEq (-1) = -4.997156] étant négatif et significativement différent de zéro (0) nous permet de prédire l'existence d'au moins une relation de causalité au sens de Toda et Yamamoto (1995) entre les variables de notre modèle.

Pour vérifier l'existence de relation de causalité entre les variables de notre modèle, nous avons fait appel au test de causalité de long terme au sens de Toda et Yamamoto (1995) dont les résultats sont présentés dans le tableau n° 23. Ces résultats indiquent l'existence de six relations bidirectionnelles au seuil de 05%.

¹⁶¹ Azeroual, M. (2015). Op cit, P.52.

**Tableau 23 : Résultats du test de causalité au sens Toda et Yamamoto
(variables économiques)**

Variable	F-statistic	df	Probabilité	Résultat
TPIB	47.85747	(2, 3)	0.0053	TPIB cause FNLV
PIND	20.35700	(2, 3)	0.0180	PIND cause FNLV
TEXC	31.30590	(2, 3)	0.0098	TEXC cause FNLV
TSAV	4.228017	(2, 3)	0.1340	TSAV ne cause pas FNLV
TINF	48.16492	(2, 3)	0.0052	TINF cause FNLV
TINT	9.991411	(2, 3)	0.0472	TINT cause FNLV
DEPN	31.84574	(2, 3)	0.0095	DEPN cause FNLV

Source : élaboré par nos soins à partir des résultats d'EvIEWS 11.

Les résultats du test mettent en évidence l'existence de relations unidirectionnelles de causalité à long terme au sens de Toda Yamamoto allant du taux de croissance économique (TPIB), de la production industrielle (PIND), du taux de change (TEXC), du taux d'inflation (TINF), du taux d'intérêt (TINT) et de la dépense nationale (DEPN) vers la dynamique du marché du capital investissement (FNLV).

Du point de vue théorique, et par rapport à la littérature économique ayant abordé notre sujet d'étude, ainsi que par rapport à la nature de l'économie marocaine, les relations révélées par le test de causalité de Toda et Yamamoto sont attendues et confirmées par la théorie économique.

1.3. Résultats des tests de validation du modèle

Pour valider les résultats obtenus par le processus d'estimation de notre modèle, nous nous sommes attachés à confirmer les quatre principales hypothèses de normalité des résidus, d'hétéroscédasticité, d'absence d'autocorrélation des erreurs, et l'hypothèse de stabilité des coefficients du modèle. L'objectif est de vérifier si le modèle reste globalement significatif.

1.3.1. Test de normalité des résidus

Selon le résultat du test de normalité (tableau 24) que nous avons effectué, la p-value de notre test de significativité est de 0,7156 qui est largement supérieur de 5% ce qui nous mène à accepter l'hypothèse nulle du test. Donc que les erreurs suivent bel et bien une loi normale.

Tableau 24 : Résultats du test de normalité pour le modèle estimé (variables économiques)

Mean	-1.36e-11
Median	-0.73954
Maximum	80.94999
Minimum	-110.3601
Std. Dev.	47.94918
Skewness	-0.393789
Kurtosis	2.668664
Jarque-Bera	0.669223
Probability	0.715616

Source : élaboré par nos soins à partir des résultats d'Eviews 11.

1.3.2. Test d'autocorrélation (Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test)

D'après le résultat du test d'autocorrélation (Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test), nous constatons une absence d'autocorrélation des erreurs vu que la valeur de la statistique de Breusch-Godfrey est nettement supérieure à 5% et égale à 0,3742.

Tableau 25 : Résultat du test d'autocorrélation (Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test) (variables économiques)

F-statistic	Prob. F(2,1)
3.070278	0.3742

Source : élaboré par nos soins à partir des résultats d'Eviews 11.

1.3.3. Test d'hétéroscédasticité (Breusch-Pagan-Godfrey)

Selon le résultat du test d'hétéroscédasticité (Breusch-Pagan-Godfrey), nous acceptons l'hypothèse d'une homoscedasticité vue que la valeur statistique de Breusch-Pagan- Godfrey est égale à 0.8899 et qui est nettement supérieure à 5%.

**Tableau 26 : Résultat du test d'hétéroscédasticité (Breusch-Pagan-Godfrey)
(variables économiques)**

F-statistic	Prob. F(18,3)
0.431780	0.8899

Source : élaboré par nos soins à partir des résultats d'Eviews 11.

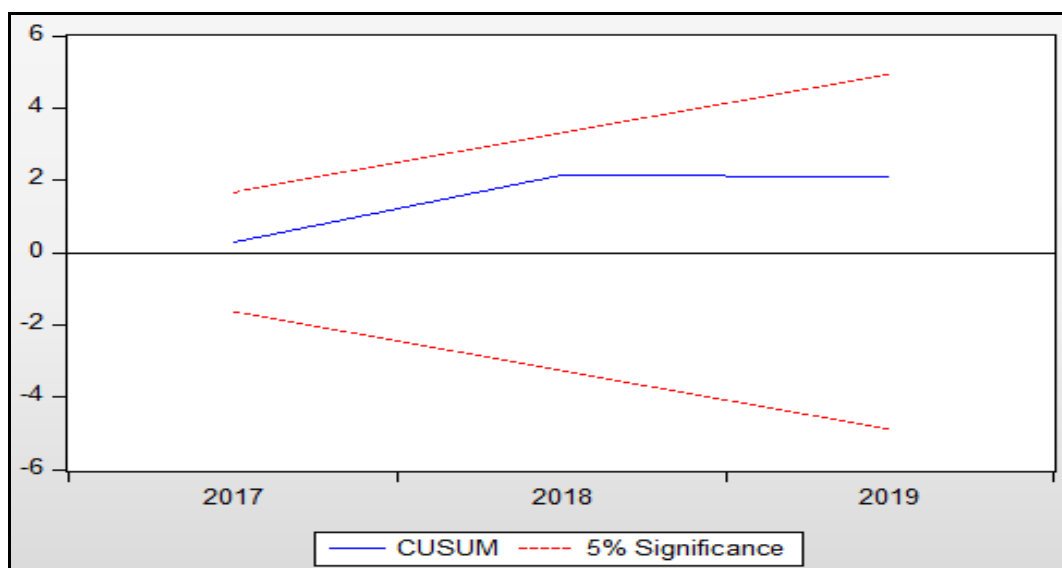
1.3.4. Test de robustesse « CUSUM »

Nous appliquons la procédure de la régression récursive, formulée par Pesaran et Pesaran (1997) et fondée sur la somme cumulée des résidus récurrents « *Cumulative SUM of recursive residuals* » (CUSUM test) de Brown et al. (1975). Le test de CUSUM, qui est fondé sur la dynamique de l'erreur de prévision, permet de détecter les instabilités structurelles des équations de régressions au cours du temps c'est-à-dire d'étudier la stabilité du modèle. En fait, l'idée générale de ce test est d'étudier l'évolution au cours du temps de l'erreur de prévision normalisée ; et l'on appelle résidu récurrent cette succession d'erreurs de prévision calculée en $t-1$ pour t . Le CUSUM sera donc fondé sur la somme cumulée des résidus récurrents.

Si la courbe ne coupe pas le corridor (en pointillés) alors le modèle est stable ; par contre, il est instable dès lors que la courbe coupe le corridor.

D'après les résultats du test CUSUM nous remarquons que les résidus récurrents restent toujours dans l'intervalle de confiance, pour le seuil de 5%, ce qui indique que les coefficients du modèle estimé restent stables au cours du temps, ce qui nous mène à rejeter l'hypothèse de l'existence d'un changement structurel durant la période de notre étude.

Figure 29 : Résultat du test de CUSUM pour la stabilité des paramètres du modèle estimé (variables économiques)



Source : élaborée par nos soins à partir des résultats d'Eviews 11.

À l'issue de cette discussion sur les résultats des tests de validation de notre modèle, nous pouvons donc conclure que le modèle présenté dans cette étude est validé ainsi que ces paramètres sont stables durant toute la durée prise en considération.

2. Les déterminants financiers

Dans le cadre de cette sous-section, nous utilisons l'approche ARDL pour déterminer l'impact des variables de l'environnement financier sur la dynamique du capital investissement au Maroc à court et à long terme.

2.1. Étude des propriétés des séries

Pour éliminer les régressions fallacieuses et éviter une interprétation incorrecte des résultats, nous devons d'abord examiner la stationnarité des séries temporelles et la multicolinéarité entre les variables de notre modèle.

2.1.1. Test d'ADF

Les résultats du test d'ADF (tableau 27) montrent que les séries ne sont pas intégrées à un ordre supérieur à 1. En effet, toutes les variables sont soit intégrées d'ordre 0 ou 1, ce qui justifie l'utilisation du modèle ARDL pour notre modélisation.

Tableau 27 : Résultats du test d'ADF (variables financières)

Variable	En niveau	En différence première	Décision
CBRS	-3.419035**		I(0)
DFIN	-1.147560	-3.912896***	I(1)
ECOT	-3.430579 ***		I(0)
IPO	-3.312356**		I(0)
LBRS	-2.803544	-6.748439***	I(1)
RBRS	-2.717344	-5.221690***	I(1)

** : significatif au seuil de 5%

*** : significatif au seuil de 10%

Source : élaboré par nos soins à partir des résultats d'EvIEWS 11.

2.1.2. Test de multicollinéarité

Les résultats du test de multicollinéarité (tableau n° 19) montrent qu'une seule variable sera éliminée, à savoir ECOT. Pour les autres variables retenues, les valeurs VIF indiquent que la multicollinéarité ne présente pas de risque.

Tableau 28 : Résultats du test de multicollinéarité (variables financières)

Variable	VIF
CBRS	2.849750
DFIN	1.207880
IPO	3.164989
LBRS	2.671399
RBRS	1.953309

Source : élaboré par nos soins à partir des résultats d'EvIEWS 11.

2.2. Résultats des estimations de l'approche ARDL et des tests de cointégration

Nous utilisons l'approche ARDL pour analyser les effets à court et à long terme des variables financières sur la dynamique du capital-investissement au Maroc. À cette fin, nous

effectuons d'abord le test aux bornes pour étudier les relations de cointégration à long terme et à court terme. Ensuite, nous déterminons la relation de causalité.

2.2.1. Résultats du test de cointégration aux bornes

Les résultats du test de bondes présentés dans le tableau ci-dessus nous donnent une statistique de Fisher ($F=8.50094$), cette dernière étant supérieure aux différentes valeurs de la même statistique aux différents seuils de significativité de 1%, 5% et 10%. Ce résultat nous conduit à rejeter l'hypothèse nulle de l'absence de relation de long terme et de conclure par l'existence d'une relation de long terme entre les variables de notre modèle.

**Tableau 29 : Résultats du test de cointégration aux bornes
(variables financières)**

Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
Asymptotic: n=1000				
F-statistic	8.50094	10%	2.08	3
K	5	5%	2.39	3.38
		2,5%	2.7	3.73
		1%	3.06	4.15

Source : élaboré par nos soins à partir des résultats d'Eviews 11.

2.2.2. Estimation de la relation de court terme (Modèle à Correction d'Erreurs ECM)

Les résultats du critère des tests de Schwartz (8.173859), Akaike (7.526633) et Hannan-Quinn (7.652979), retenus pour fixer le nombre de retard optimal à intégrer pour les 20 modèles que les tests prennent en considération, ont tous les trois montré que le modèle ARDL à estimer est le suivant (tableau 30) :

**Tableau 30 : Résultats de l'estimation du modèle à correction d'erreurs
(variables financières)**

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(FNLV(-1))	2.249919	0.015728	143.0520	0.0045
D(FNLV(-2))	1.320222	0.011035	119.6341	0.0053
D(CBRS)	-378.7503	2.323825	-162.9857	0.0039
D(CBRS(-1))	360.1754	1.899851	189.5809	0.0034
D(DFIN)	-143.5982	0.747685	-192.0573	0.0033
D(DFIN(-1))	146.0559	0.756146	193.1584	0.0033
D(IPO)	-306.8278	2.039770	-150.4227	0.0042
D(IPO(-1))	549.1254	2.807813	195.5705	0.0033
D(LBRS)	37.81652	0.447554	84.49602	0.0075
D(LBRS(-1))	-30.34217	0.595698	-50.93551	0.0125
D(RBRS)	-12.03205	0.210228	-57.23334	0.0111
D(RBRS(-1))	-43.24715	0.209354	-206.5747	0.0031
CointEq(-1)*	-2.237169	0.010961	-204.0946	0.0031
R-squared	0.999922	Mean dependent var		64.50000
Adjusted R-squared	0.999787	S.D. dependent var		631.1097
S.E. of regression	9.200789	Akaike info criterion		7.526633
Sum squared resid	592.5816	Schwarz criterion		8.173859
Log likelihood	-62.26633	Hannan-Quinn criter.		7.652979
Durbin-Watson stat	2.378724			

Source : élaboré par nos soins à partir des résultats d'Eviews 11.

Les résultats de l'estimation du modèle à retards échelonnés montrent que la relation statistique entre les variables est très bonne vu la valeur des coefficients de détermination simple ($R^2=0.999922$) et ajustée ($\bar{R}^2=0.999787$), lesquelles mesurent la part de la variation expliquée par rapport à la variation totale, est proche d'un (01) et qui montre que la variabilité de la dynamique du capital investissement au Maroc (FNLV) est exprimée par la variabilité de notre modèle.

Conformément aux résultats de l'estimation contenus dans le tableau ci-dessus, nous constatons qu'à court terme toutes les variables financières influencent significativement sur la dynamique du capital investissement au Maroc. La capitalisation boursière (CBRS), les introductions en bourse (IPO) ainsi que les valeurs retardées de la liquidité du marché boursier (LBRS) et le rendement du marché boursier (RBRS) exercent un effet négatif sur la dynamique du marché marocain du capital investissement. Il est aussi à signaler qu'une augmentation du niveau de développement financier (DFIN) et le nombre des introductions en bourse (IPO) entraînent une augmentation de la levée de fonds de l'année d'après.

Les résultats montrent que la valeur du coefficient de la force de rappel vers l'équilibre $CointEq (-1) = -2.237169$ est négative et significativement différente de 0 au seuil de 5% qui suggère qu'un déséquilibre sur une variable exogène est corrigé au bout de $1/2.23$ années (5 mois). Cette relation de court terme révèle que les valeurs passées de la levée de fonds ont un effet positif sur ses valeurs futures. Ces résultats indiquent l'existence d'un mécanisme de correction des erreurs, d'où la validation des résultats de notre modèle de relation de court terme (ECM) et l'intérêt de tester pour une relation de long terme.

2.2.3. Estimation de la relation de long terme

Les résultats de l'estimation de la relation de long terme sont résumés dans le tableau suivant.

Tableau 31 : Résultats de l'estimation de la relation de long terme (variables financières)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CBRS	-307.1262	19.22735	-15.97341	0.0398
DFIN	-6.882083	1.519969	-4.527779	0.1384
IPO	-277.1671	31.31165	-8.851887	0.0716
LBRS	166.6126	8.181650	20.36418	0.0312
RBRS	3.230580	1.142052	2.828750	0.2163
C	1664.964	173.9975	9.568897	0.0663

Source : élaboré par nos soins à partir des résultats d'Eviews 11.

Nous avons trouvé à partir d'estimations faites à l'aide de modèles ARDL qu'à long terme, la capitalisation boursière (CBRS) exerce un effet significatif et négatif sur la dynamique du capital investissement au Maroc (FNLV), par contre la liquidité du marché boursier (LBRS) exerce un effet significatif et positif. Le développement financier (DFIN), les introductions en bourse (IPO) et le rendement du marché boursier (RBRS) ne présentent aucun impact significatif sur la dynamique du capital investissement au Maroc (FNLV).

Concernant la liquidité du marché boursier, il est statistiquement significatif et positif. Il constitue donc l'un des déterminants de la dynamique du marché marocain du capital investissement. Ceci rejoint les travaux de Kelly (2012), Bernoth et Colavecchio (2014), et Wang (2015). Notre résultat appuie l'hypothèse théorique qui annonce qu'un marché boursier liquide renforce les perspectives de sortie du capital investisseur. Les perspectives de sortie encouragent l'entrée et la dynamique du marché du capital investissement.

Par ailleurs, la capitalisation boursière s'avère significative et affecte négativement la dynamique du marché marocain du capital investissement. Ce résultat contraste avec une abondante littérature qui stipule que la capitalisation boursière est l'un des principaux déterminants de la dynamique du capital-investissement (Black and Gilson, 1998 ; Bernoth et al., 2010 ; Kelly, 2012 ; Bernoth et Colavecchio, 2014 ; Precup, 2015 ; Wang, 2015 ; Oni, 2017 ; Najmi, 2019 ; Nkam et al., 2020).

En ce qui concerne le développement financier (DFIN), les introductions en bourse (IPO) et le rendement du marché boursier (RBRS) elles apparaissent non significatives dans le modèle estimé. Par rapport à ce que nous avons suggéré dans notre modèle conceptuel, ainsi que vis-à-vis la théorie et la littérature économiques, qui prône une relation positive entre la dynamique du marché du capital investissement, d'une part, et le développement financier (Bernoth et al., 2010 ; Oino, 2014 ; Wang, 2015 ; Oberli, 2016 ; Nkam et al., 2020), le rendement du marché boursier (Colavecchio, 2014) et les introductions en bourse (Oberli, 2016; Oni, 2017), d'autres parts, ces résultats restent mitigés.

2.2.4. Estimation des relations de causalité de long terme (test de Toda et Yamamoto)

Afin de déterminer s'il existe une relation causale entre les variables de notre modèle, nous avons utilisé le test de causalité à long terme au sens de Toda et Yamamoto (1995) dont les résultats sont présentés dans le tableau 32. Ces résultats indiquent l'existence de trois relations unidirectionnelles au seuil de 05%.

**Tableau 32 : Résultats du test de causalité au sens de Toda et Yamamoto
(variables financières)**

<i>Variable</i>	<i>F-statistic</i>	<i>df</i>	<i>Probabilité</i>	<i>Résultat</i>
CBRS	1051.559	(3, 1)	0.0227	CBRS cause FNLV
DFIN	614.7432	(3, 1)	0.0296	DFIN cause FNLV
IPO	553.4814	(3, 1)	0.0312	IPO cause FNLV
LBRS	1402.077	(3, 1)	0.0196	LBRS ne cause pas FNLV
RBRS	830.8681	(3, 1)	0.0255	RBRS ne cause pas FNLV

Source : élaboré par nos soins à partir des résultats d'EvIEWS 11.

Il ressort de ces résultats qu'il existe des relations unidirectionnelles de causalité à long terme au sens de Toda Yamamoto allant de la capitalisation boursière (CBRS), développement financier (DFIN), et les introductions en bourse (IPO) vers la dynamique du marché du capital investissement (FNLV). Ainsi, l'hypothèse de causalité selon laquelle le développement financier favorise la dynamique du marché du capital investissement est vérifiée pour le cas du Maroc.

2.3. Résultats des tests de validation du modèle

Afin de valider les résultats de notre modèle, les quatre principales hypothèses de normalité des résidus, d'hétéroscédasticité, d'absence d'autocorrélation des erreurs et de stabilité des coefficients du modèle seront vérifiées. L'objectif est de contrôler si le modèle reste globalement significatif.

2.3.1. Test de normalité des résidus

Selon les résultats du test de normalité (tableau 24), la p-value de notre test de significativité est de 0.004842. La p-value étant inférieur à 5% on peut conclure que les résidus ne suivent pas une loi normale. Mais cette non-normalité n'est pas suffisamment grave pour invalider nos résultats.

**Tableau 33 : Résultats du test de normalité pour le modèle estimé
(variables financières)**

Mean	-1.34 e-12
Median	0.732491
Maximum	9.114205
Minimum	-17.24866
Std. Dev.	5.584667
Skewness	-1.362475
Kurtosis	3.772589
Jarque-Bera	12.59383
Probability	0.004842

Source : élaboré par nos soins à partir des résultats d'Eviews 11.

2.3.2. Test d'autocorrélation (Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test)

D'après le résultat du test d'autocorrélation (Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test), nous constatons une absence d'autocorrélation des erreurs vu que la valeur de la statistique de Breusch-Godfrey est nettement supérieure à 5% et égale à 0.869.

Tableau 34 : Résultat du test d'autocorrélation (variables financières)

F-statistic	Prob. F(2,1)
4.173275	0.869

Source : élaboré par nos soins à partir des résultats d'Eviews 11.

2.3.3. Test d'hétéroscédasticité (Breusch-Pagan-Godfrey)

Conformément au résultat du test d'hétéroscédasticité (Breusch-Pagan-Godfrey), nous acceptons l'hypothèse d'une homoscedasticité vue que la valeur statistique de Breusch-Pagan-Godfrey est égale à 0.9967 et qui est nettement supérieure à 5%.

Tableau 35 : Résultat du test d'hétéroscédasticité (variables financières)

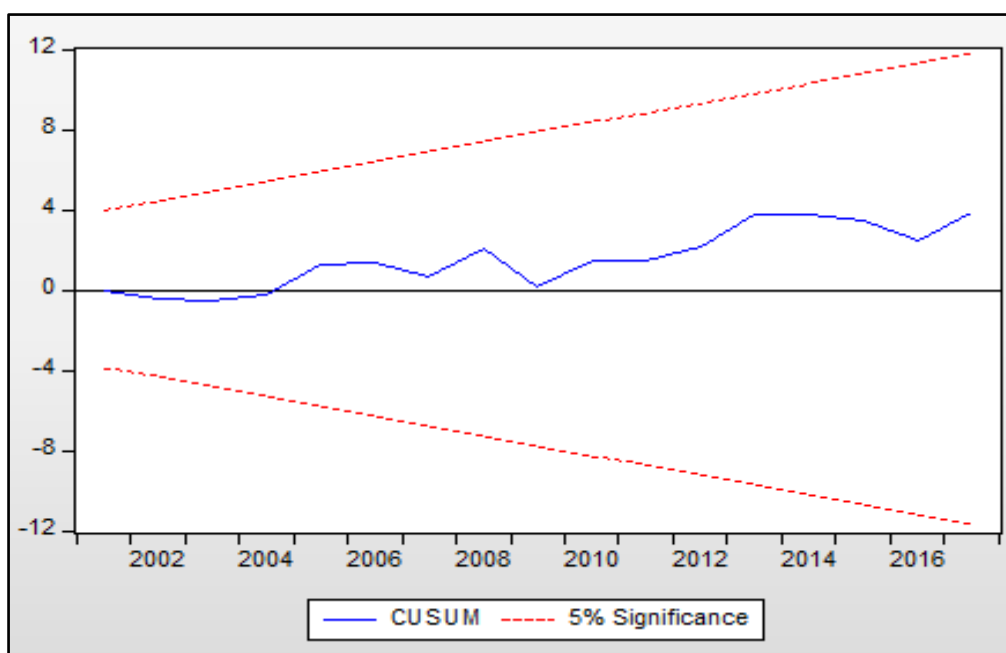
<i>F-statistic</i>	<i>Prob. F(18,3)</i>
0.087276	0.9967

Source : élaboré par nos soins à partir des résultats d'EvIEWS 11.

2.3.4. Test de robustesse « CUSUM »

D'après les résultats du test CUSUM, nous remarquons que les résidus récurrents restent toujours dans l'intervalle de confiance pour le seuil de 5%, ce qui indique que les coefficients du modèle estimé restent stables au cours du temps, ce qui nous mène à rejeter l'hypothèse de l'existence d'un changement structurel durant la période de notre étude.

Figure 30 : Résultat du test de CUSUM pour la stabilité des paramètres du modèle estimé (Variables financières)



Source : élaborée par nos soins à partir des résultats d'EvIEWS 11.

À l'issue de cette discussion sur les résultats des tests de validation de notre modèle, nous pouvons donc conclure que le modèle présenté dans cette étude est validé ainsi que ces paramètres sont stables durant toute la durée prise en considération.

3. Les déterminants réglementaires

L'ARDL donne la possibilité de traiter simultanément la dynamique de long terme et les ajustements de court terme. C'est dans ce contexte que nous appliquons cette approche afin d'étudier l'impact de l'environnement réglementaire sur la dynamique du marché marocain du capital investissement. Cette sous-section présente les résultats et leurs interprétations.

3.1. Étude des propriétés des séries

En vue de prévenir les régressions fallacieuses et d'éviter une interprétation incorrecte des résultats, il convient d'abord de vérifier la stationnarité des séries temporelles et la multicolinéarité entre les variables de notre modèle.

3.1.1. Test d'ADF

Pour examiner la stationnarité des séries, nous allons appliquer le test de Dickey et Fuller augmenté (Dickey et Fuller, 1979). Comme indiqué dans le tableau 36, les résultats suggèrent que toutes les variables sont stationnaires en différence première. Ainsi, les variables de notre étude sont intégrées d'ordre $I(1)$ ce qui justifie l'utilisation de l'ARDL.

Tableau 36 : Résultats du test d'ADF (variables réglementaires)

Variable	En niveau	En différence première	Décision
RINS	-1.382664	-3.873071**	I(1)
IBEN	-0.816371	-3.061628**	I(1)
IGNS	-2.313278	-4.280552***	I(1)
DRMT	-1.356349	-5.630435***	I(1)
PIMN	-0.343413	-3.816887**	I(1)
PDPR	1.608949	-5.724855***	I(1)
QSJR	-1.090775	-4.133763***	I(1)

** : significatif au seuil de 5%

*** : significatif au seuil de 10%

Source : élaboré par nos soins à partir des résultats d'Eviews 11.

3.1.2. Test de multicollinéarité

Au vu des résultats du test de multicollinéarité (tableau 37), deux variables doivent être écartées, à savoir DRMT et PIMN. En revanche, pour les autres variables à retenir, les valeurs VIF montrent que la multicollinéarité ne représente pas de problèmes.

**Tableau 37 : Résultats du test de multicollinéarité
(variables réglementaires)**

Variable	VIF
QSJR	2.888225
IBEN	2.150315
IGNS	1.276933
PDPR	3.088909
RINS	2.337718

Source : élaboré par nos soins à partir des résultats d'Eviews 11.

3.2. Résultats des estimations de l'approche ARDL et des tests de cointégration

Nous utilisons l'approche ARDL pour analyser les effets à court et à long terme des variables réglementaires sur la dynamique du capital-investissement au Maroc. À cette fin, nous effectuons d'abord le test aux bornes pour étudier les relations de cointégration à long terme et à court terme. Ensuite, nous déterminons la relation de causalité à long terme.

3.2.1. Test de cointégration aux bornes

Les résultats du test de bondes présentés dans le tableau 38 nous donnent une statistique de Fisher ($F=4.94229$), cette dernière étant supérieure aux différentes valeurs de la même statistique aux différents seuils de significativité de 1%, 5% et 10%. Ce résultat nous conduit à rejeter l'hypothèse nulle de l'absence de relation de long terme et de conclure qu'il y a cointégration entre les variables de notre modèle.

**Tableau 38 : Résultats du test de cointégration aux bornes
(variables réglementaires)**

Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
Asymptotic: n=1000				
F-statistic	4.94229	10%	2.08	3
K	5	5%	2.39	3.38
		2,5%	2.7	3.73
		1%	3.06	4.15

Source : élaboré par nos soins à partir des résultats d'Eviews 11.

3.2.2. Estimation de la relation à court terme (Modèle à Correction d'Erreurs)

Il ressort des résultats des critères des tests de Schwartz (10.95564), d'Akaike (10.69489) et de Hannan-Quinn (10.64130) permettant de choisir le nombre optimal de retards à retenir pour les 20 modèles que les tests considèrent, que le modèle ARDL à estimer est le suivant (tableau 39) :

**Tableau 39 : Résultats de l'estimation du modèle à correction d'erreurs
(variables réglementaires)**

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(QSJR)	7285.968	176.1472	41.36295	0.0154
D(IBEN)	246.9629	9.984651	24.73425	0.0257
D(IGNS)	188.2452	6.574611	28.63214	0.0222
D(PDPR)	-561.7030	44.11966	-12.73135	0.0499
D(RINS)	-105.9021	8.886185	-11.91762	0.0533
CointEq(-1)*	-1.210830	0.029262	-41.37840	0.0154
R-squared	0.997937		Mean dependent var	-22.30769
Adjusted Rsquared	0.996463		S.D. dependent var	734.1813
S.E. of regression	43.66242		Akaike info criterion	10.69489
Sum squared resid	13344.85		Schwarz criterion	10.95564
Log likelihood	-63.51679		Hannan-Quinn criter.	10.64130
Durbin-Watson stat	2.593122			

Source : élaboré par nos soins à partir des résultats d'Eviews 11.

Les résultats de l'estimation du modèle à retards échelonnés montrent que la relation statistique entre les variables est très bonne vu la valeur des coefficients de détermination simple et ajustée ($R^2=0.997937$, $\bar{R}^2=0.996463$), lesquelles mesurent la part de la variation expliquée par rapport à la variation totale, est proche d'un (01) et qui montre que la variabilité de la dynamique du capital investissement au Maroc (FNLV) est exprimée par la variabilité de notre modèle.

Selon les résultats de l'estimation contenus dans le tableau ci-dessus, nous constatons qu'à court terme toutes les variables réglementaires influencent significativement la levée de fonds. La qualité du système juridique (QSJR), l'impôt sur les bénéfices (IBEN) et les impôts sur les gains (IGNS) exercent un effet positif sur la levée de fonds tandis que la protection des droits de propriété (PDPR) et la réglementation d'insolvabilité (RINS) ont un effet négatif.

Le coefficient cointEq (-1) indique la vitesse à laquelle le déséquilibre à long terme est corrigé à court terme. Dans notre cas, le terme à correction d'erreur est significatif et négatif matérialisant l'existence d'un mécanisme à correction d'erreurs. Ces résultats montrent que la valeur du coefficient de la force de rappel vers l'équilibre CointEq (-1) = -1.210830 est négative et significativement différente de 0 au seuil de 5% qui signifie que les déséquilibres de l'année dernière sont corrigés durant l'année en cours au bout 1/1,21 années (trois trimestres environ). Ces résultats indiquent l'existence d'un mécanisme de correction des erreurs, d'où la validation des résultats de notre modèle de relation de court terme (ECM) et l'intérêt de tester pour la relation de long terme.

3.2.3. Estimation de la relation de long terme

L'estimation de la relation à long terme nous révèle les élasticités de la variable endogène par rapport aux autres variables exogènes. Les résultats de ce test sont résumés dans le tableau 40.

**Tableau 40 : Résultats de l'estimation de la relation de long terme
(variables réglementaires)**

Variables	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
QSJR	3579.808	4393.071	0.814876	0.5647
IBEN	134.1085	59.71751	2.245716	0.2667
IGNS	222.8720	50.68815	4.396925	0.1424
PDPR	1191.574	1556.786	0.765406	0.5841
RINS	3.389475	84.92992	0.039909	0.9746
C	-35779.63	33798.99	-1.058601	0.4819

Source : élaboré par nos soins à partir des résultats d'Eviews 11.

Nous constatons à partir des estimations effectuées à l'aide du modèle ARDL qu'à long terme, bien qu'il existe une relation de cointégration entre les variables, aucune variable réglementaire n'a d'effet significatif sur la dynamique du capital investissement au Maroc. Les résultats indiquent que les retombées bénéfiques du cadre juridique sur la dynamique du capital investissement étaient moins importantes à long terme. Ainsi, notre résultat infirme l'hypothèse d'un lien positif entre la dynamique du capital-investissement et un environnement juridique favorable, appréhendé par l'imposition des bénéfices (Romain and van Pottelsberghe, 2004; Schröder, 2011; Bonini and Alkan, 2012; Bedu and Montalban, 2014; Oino, 2014; Cumming and Li, 2016; Groh and Wallmeroth, 2016; Ndlwana and Botha, 2018), l'imposition des gains (Gompers and Lerner, 1999; Da Rin et al., 2006; Bedu and Montalban, 2014), la protection des droits de propriété (Aggarwal and Goodell, 2014; Bedu and Montalban, 2014; Oino, 2014; Groh and Wallmeroth, 2016) et la réglementation de l'insolvabilité (Armour and Cumming; 2016). Cependant, nos résultats confirment l'hypothèse de la neutralité de la relation. D'autres auteurs ont trouvé la même relation de neutralité comme Groh et Wallmeroth (2016) concernant l'influence de la taxation des bénéfices, Jeng et Wells (2000) quant à l'impact de la taxation des bénéfices, Jeng et Wells (2000) et Cumming et al. (2016) à propos de celui de la protection des droits de propriété et enfin Cumming et Li (2016) en lien avec le contrôle de la réglementation de l'insolvabilité.

3.2.4. Estimation des relations de causalité de long terme (test de Toda et Yamamoto)

Pour vérifier l'existence de relation de causalité unidirectionnelle entre les variables de notre modèle, nous avons fait appel au test de causalité de long terme au sens de Toda et Yamamoto (1995) dont les résultats sont présentés dans le tableau n° 41.

Tableau 41 : Résultats du test de causalité au sens de Toda et Yamamoto (variables réglementaires)

Variable	F-statistic	df	Probabilité	Résultat
QSJR	26.07957	(2, 1)	0.1372	QSJR ne cause pas FNLV
IBEN	18.78885	(2, 1)	0.1610	IBEN ne cause pas FNLV
IGNS	28.58368	(2, 1)	0.1311	IGNS ne cause pas FNLV
PDPR	8.858698	(2, 1)	0.2311	PDPR ne cause pas FNLV
RINS	7.590737	(2, 1)	0.2486	RINS ne cause pas FNLV

Source : élaboré par nos soins à partir des résultats d'Eviews 11.

Les valeurs de p pour les variables indépendantes sélectionnées sont supérieures à 0,05 ; par conséquent, l'hypothèse nulle de causalité entre les variables indépendantes et la dynamique du marché marocain du capital investissement est rejetée. On peut conclure que, bien qu'il puisse exister des relations à court terme entre les variables, à long terme, il n'y a pas de relation de causalité entre la dynamique du capital-investissement et toutes les variables réglementaires retenues. En conclusion, la qualité du système juridique, l'imposition des bénéfices, l'imposition des gains, la protection des droits de propriété et la réglementation d'insolvabilité ne causent pas la dynamique du marché marocain du capital investissement.

3.3. Résultats des tests de validation du modèle

La validité des résultats obtenus par notre modèle sera vérifiée par une série de tests de diagnostic. Il s'agit de la normalité des résidus, d'hétéroscédasticité, d'absence d'autocorrélation des erreurs et de stabilité des coefficients du modèle.

3.3.1. Test de normalité des résidus

Selon le résultat du test de normalité (tableau 42), la p-value de notre test de significativité est de 0.301813 qui est largement supérieur de 5% ce qui nous mène à accepter l'hypothèse nulle du test. Donc que les erreurs suivent bel et bien une loi normale.

Tableau 42 : Résultats du test de normalité pour le modèle estimé (variables réglementaires)

Mean	-2.24e-12
Median	-3.590048
Maximum	81.75165
Minimum	-61.54437
Std. Dev.	33.34772
Skewness	0.761399
Kurtosis	4.450614
Jarque-Bera	2.395897
Probability	0.301813

Source : élaboré par nos soins à partir des résultats d'Eviews 11.

3.3.2. Test d'autocorrélation (Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test)

D'après le résultat du test d'autocorrélation (Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test), nous constatons une absence d'autocorrélation des erreurs vu que la valeur de la statistique de Breusch-Godfrey est nettement supérieure à 5% et égale à 0.180.

Tableau 43 : Résultat du test d'autocorrélation (variables réglementaires)

F-statistic	Prob. F(2,1)
2.771268	0.180

Source : élaboré par nos soins à partir des résultats d'Eviews 11.

3.3.3. Test d'hétéroscédasticité (Breusch-Pagan-Godfrey)

Selon le résultat du test d'hétéroscédasticité (Breusch-Pagan-Godfrey), nous acceptons l'hypothèse d'une homoscedasticité vue que la valeur statistique de Breusch-Pagan- Godfrey est égale à 0,8358 et qui est nettement supérieure à 5%.

Tableau 44 : Résultat du test d'hétéroscédasticité (variables réglementaires)

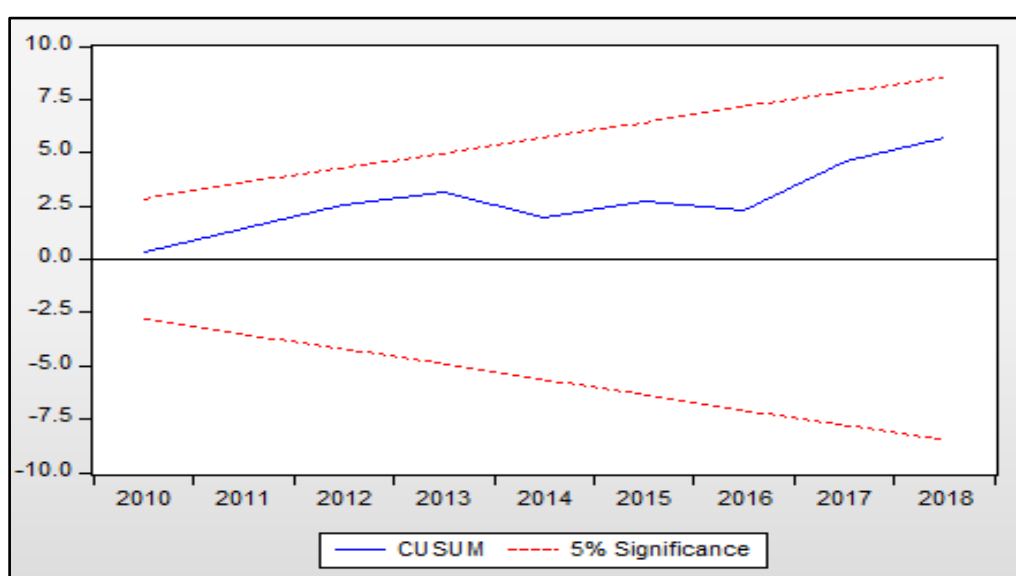
F-statistic	Prob. F(18,3)
0.450193	0.8358

Source : élaboré par nos soins à partir des résultats d'Eviews 11.

3.3.4. Test de robustesse « CUSUM test »

D'après les résultats du test CUSUM, nous remarquons que les résidus récursifs restent toujours dans l'intervalle de confiance pour le seuil de 5%, ce qui indique que les coefficients du modèle estimé restent stables au cours du temps, ce qui nous mène à rejeter l'hypothèse de l'existence d'un changement structurel durant la période de notre étude.

Figure 31 : Résultat du test de CUSUM pour la stabilité des paramètres du modèle estimé (variables réglementaires)



Source : élaborée par nos soins à partir des résultats d'Eviews 11.

4. Les déterminants institutionnels

Les institutions sont supposées favoriser la dynamique du capital investissement au Maroc par le biais de nombreux facteurs. Avant toute analyse économétrique des séries chronologiques, il convient toujours de procéder à l'étude des propriétés des séries que nous avons traitées dans notre modèle.

4.1. Étude des propriétés des séries

Pour éliminer les régressions fallacieuses et éviter une interprétation incorrecte des résultats, nous devons d'abord examiner la stationnarité des séries temporelles et la multicolinéarité entre les variables de notre modèle.

4.1.1. Test d'ADF

Les résultats du test d'ADF (tableau 45) montrent que les séries ne sont pas intégrées à un ordre supérieur à 1. En effet, toutes les variables sont soit intégrées d'ordre 0 ou 1, ce qui justifie l'utilisation du modèle ARDL pour notre modélisation.

Tableau 45 : Résultats du test d'ADF (variables institutionnelles)

Variable	En niveau	En différence première	Décision
CRUP	-2.303336	-4.129026***	I(1)
EGOV	-2.547993	-3.042508**	I(1)
EDRT	-2.352563	-3.839898**	I(1)
IGOV	-1.980877	-4.520639***	I(1)
LBCM	-1.338078	-4.121494***	I(1)
LBSE	-1.730927	-4.086320***	I(1)
LBFN	-0.840604	-4.121887***	I(1)
LBIV	-1.898859	-4.611307***	I(1)
LBMN	-2.027635	-5.075808***	I(1)
QRGL	-3.111587	-6.138433***	I(1)
SPOL	-3.274512**		I(0)
VCTR	-6.021121***		I(0)

** : significatif au seuil de 5%

*** : significatif au seuil de 10%

Source : élaboré par nos soins à partir des résultats d'EvIEWS 11.

4.1.2. Test de multicollinéarité

Nous avons utilisé la « Variance Inflation Factor » (VIF) pour éliminer les variables ayant une VIF supérieures à 5. Les résultats du test de multicollinéarité (tableau n° 19) montrent que trois variables seront éliminées, à savoir : SPOL, EDRT et VCTR.

**Tableau 46 : Résultats du test de multicollinéarité
(variables institutionnelles)**

Variable	VIF
CRUP	2.930649
EGOV	1.855144
IGOV	2.164680
LBSE	3.213568
LBFN	1.221512
LBIV	1.867700
LBMN	1.657147

Source : élaboré par nos soins à partir des résultats d'Eviews 11.

4.2. Résultats des estimations de l'approche ARDL et des tests de cointégration

Nous nous servons de l'approche ARDL pour examiner les effets à court et à long terme des variables institutionnelles sur la dynamique du capital d'investissement au Maroc. Pour y parvenir, nous procédons d'abord au test des bornes pour étudier les relations de cointégration à long terme et à court terme. Ensuite, nous cherchons à identifier les relations de causalité.

4.2.1. Le test de cointégration aux bornes

Les résultats du test de bondes présentés dans le tableau ci-dessus (tableau 47) nous donnent une statistique de Fisher ($F=1.611134$), cette dernière étant inférieure aux différentes valeurs de la même statistique aux différents seuils de significativité de 1%, 5% et 10%. Ce résultat nous conduit à accepter l'hypothèse nulle de l'absence de relation de long terme et de conclure qu'il n'y a pas cointégration entre les variables. Nous allons donc nous limiter à un modèle ARDL.

**Tableau 47 : Résultats du test de cointégration aux bornes
(variables institutionnelles)**

Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
Asymptotic : n=1000				
F-statistic	1.611134	10%	1.92	2.89
K	7	5%	2.17	3.21
		2,5%	2.43	3.51
		1%	2.73	3.9

Source : élaboré par nos soins à partir des résultats d'Eviews 11.

4.2.2. Estimation de la relation de court terme et de long terme

Les résultats des critères des tests de Schwartz (15.92354), Akaike (15.18835) et Hannan-Quinn (15.26143), retenus pour choisir le nombre de retard optimal à intégrer pour les vingt modèles que les tests prennent en considération, ont tous les trois montré que le modèle ARDL à estimer est le suivant (tableau 31) :

**Tableau 48 : Résultats de l'estimation de la relation de long terme et de court terme
(variables institutionnelles)**

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FNLV(-1)	-0.324437	0.420178	-0.772142	0.5208
CRUP	-4509.733	5007.912	-0.900522	0.4629
CRUP(-1)	12454.46	15887.50	0.783916	0.5152
EGOV	26321.51	23985.77	1.097380	0.3870
EGOV(-1)	-10631.20	9684.792	-1.097722	0.3868
IGOV	-40.59237	142.6515	-0.284556	0.8027
IGOV(-1)	-694.8571	458.9885	-1.513888	0.2692
LBSE	301.6196	370.9189	0.813169	0.5015
LBFN	35.08985	37.20063	0.943260	0.4451
LBFN(-1)	69.46232	51.56237	1.347151	0.3103
LBIV	205.7889	190.1677	1.082144	0.3923
LBIV(-1)	-147.4494	138.4272	-1.065176	0.3984

LBMN	189.3272	311.3415	0.608101	0.6050
LBMN(-1)	979.5340	599.4390	1.634084	0.2439
C	-94564.11	69371.40	-1.363157	0.3060
R-squared	0.864693	Mean dependent var	908.0000	
Adjusted R-squared	0.824600	S.D. dependent var	557.4100	
S.E. of regression	579.9367	Akaike info criterion	15.18835	
Sum squared resid	672653.1	Schwarz criterion	15.92354	
Log likelihood	-114.1010	Hannan-Quinn criter.	15.26143	
Durbin-Watson stat	0.912939			

Source : élaboré par nos soins à partir des résultats d'Eviews 11.

Les résultats de l'estimation du modèle à retards échelonnés montrent que la relation statistique entre les variables est très bonne vu la valeur des coefficients de détermination simple ($R^2=0.864693$) et ajustée ($\bar{R}^2=0.824600$), lesquelles mesurent la part de la variation expliquée par rapport à la variation totale, est proche d'un (1) et qui montre que la variabilité de la dynamique du capital investissement au Maroc (FNLV) est exprimée par la variabilité de notre modèle.

En vertu des résultats de l'estimation figurant dans le tableau ci-dessus, nous concluons que la relation de court terme révèle qu'aucune variable institutionnelle n'a un impact significatif sur la dynamique du capital investissement au Maroc. Il en va de même à long terme étant donné qu'il n'y a pas de relation à long terme (absence de cointégration). Ces résultats demeurent mitigés par rapport à ce que nous avons proposé au niveau de notre modèle conceptuel, ainsi que vis-à-vis de la littérature et de la théorie économique, qui défendent une relation positive entre la dynamique du marché du capital-investissement et la qualité des institutions (Cherif and Gazdar, 2009 ; Li and Zahra, 2012 ; Bernoth et Colavecchio, 2014). Cependant, d'autres auteurs ont retrouvé la même relation de neutralité comme Cherif et Gazdar (2011), Bonin and Alkan (2012) et Cumming et al. (2016).

Cette neutralité de la relation peut révéler la présence d'une relation indirecte entre la qualité des institutions et la dynamique du capital investissement. En effet, « *les formes institutionnelles émergent des conflits sociaux et doivent, le plus souvent, passer par la sphère politique et la reconnaissance par le droit pour avoir un impact sur la dynamique économique* » (Boyer 2003).

4.2.3. Estimation des relations de causalité de long terme (test de Toda et Yamamoto)

Pour déterminer s'il existe une relation de causalité unidirectionnelle entre les variables de notre modèle, nous avons procédé au test de causalité à long terme mis au point par Toda et Yamamoto (1995), dont les résultats sont exposés dans le tableau 49. Ces résultats montrent qu'il n'y a pas de relation de causalité entre les variables institutionnelles et la levée de fonds au seuil de 05%.

Tableau 49 : Résultats du test de causalité au sens de Toda et Yamamoto (variables institutionnelles)

Variable	F-statistic	df	Probabilité	Résultat
CRUP	0.961888	(2, 2)	0.5097	CRUP ne cause pas FNLV
EGOV	0.683055	(2, 2)	0.5942	EGOV ne cause pas FNLV
IGOV	1.173488	(2, 2)	0.4601	IGOV ne cause pas FNLV
IGOV	0.661243	(2, 1)	0.5015	IGOV ne cause pas FNLV
LBFN	2.408539	(2, 2)	0.2934	LBFN ne cause pas FNLV
LBIV	0.629272	(2, 2)	0.6138	LBIV ne cause pas FNLV
LBMN	1.337545	(2, 2)	0.4278	LBMN ne cause pas FNLV

Source : élaboré par nos soins à partir des résultats d'Eviews 11.

4.3. Résultats des tests de validation du modèle

Afin de valider les résultats de notre modèle, les quatre principales hypothèses de normalité des résidus, d'hétéroscédasticité, d'absence d'autocorrélation des erreurs et de stabilité des coefficients du modèle seront vérifiées. L'objectif est de contrôler si le modèle reste globalement significatif.

4.3.1. Test de normalité des résidus

Sur la base du résultat du test de normalité (tableau 50), la valeur de p-value de notre test de significativité est de 0.632438, une valeur qui est bien supérieure à 5%, permettant ainsi d'accepter l'hypothèse nulle du test. Par conséquent, les erreurs suivent bien une distribution normale.

Tableau 50 : Résultats du test de normalité pour le modèle estimé (variables institutionnelles)

Mean	8.59e-13
Median	35.54347
Maximum	292.9795
Minimum	-320.4560
Std. Dev.	205.0386
Skewness	-0.149382
Kurtosis	1.902546
Jarque-Bera	0.916346
Probability	0.632438

Source : élaboré par nos soins à partir des résultats d'Eviews 11.

4.3.2. Test d'autocorrélation (Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test)

Conformément au résultat du test d'autocorrélation (test LM de corrélation en série de Breusch-Godfrey), nous estimons qu'il n'y a pas d'autocorrélation des erreurs dans la mesure où la valeur de la statistique de Breusch-Godfrey est supérieure à 5% et vaut 0,2876.

Tableau 51 : Résultat du test d'autocorrélation (variables institutionnelles)

F-statistic	Prob. F(2,1)
4.246943	0.2876

Source : élaboré par nos soins à partir des résultats d'Eviews 11.

4.3.3. Test d'hétéroscédasticité (Breusch-Pagan-Godfrey)

Compte tenu de la valeur du test d'hétéroscédasticité (Breusch-Pagan-Godfrey), nous admettons l'hypothèse d'une homoscedasticité étant donné que la valeur statistique de Breusch-Pagan-Godfrey est égale à 0,9967 et que cette dernière est supérieure à 5%.

Tableau 52 : Résultat du test d'hétéroscédasticité (variables institutionnelles)

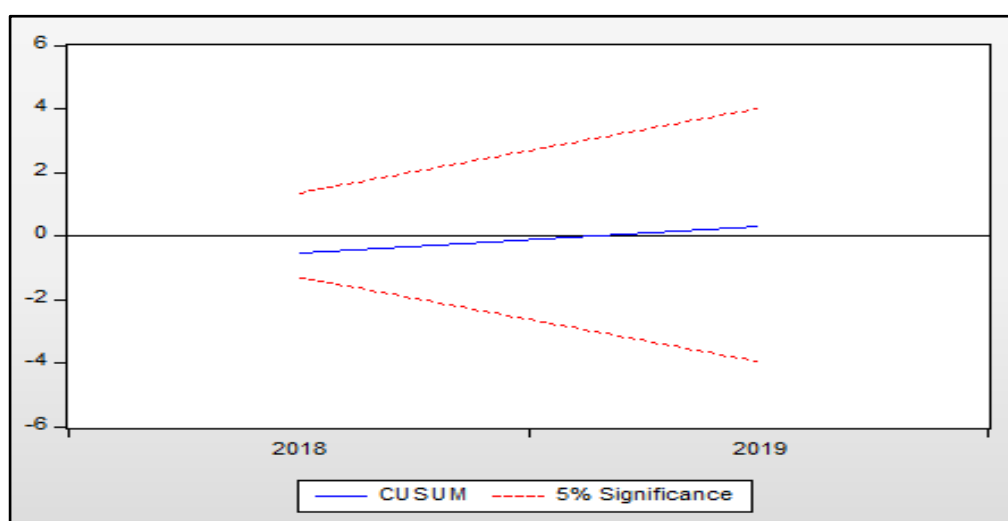
F-statistic	Prob. F(18,3)
5.096895	0.8899

Source : élaboré par nos soins à partir des résultats d'Eviews 11.

4.3.4. Test de robustesse « CUSUM »

En vertu des résultats du test CUSUM, nous constatons que les résidus récurrents se situent toujours à l'intérieur de l'intervalle de confiance pour le seuil de 5%, ce qui indique que les coefficients du modèle estimé restent stables dans le temps, ce qui nous amène à rejeter l'hypothèse de l'existence d'un changement structurel durant la période de notre étude.

Figure 32 : Résultat du test de CUSUM pour la stabilité des paramètres du modèle estimé (variables institutionnelles)



Source : élaborée par nos soins à partir des résultats d'Eviews 11.

Au terme de cette analyse des résultats des tests de validation de notre modèle, il ressort de cela que le modèle présenté dans cette étude est valide et que ces paramètres sont stables durant toute la période considérée.

5. Les déterminants entrepreneuriaux

Le présent paragraphe a pour principal objectif de vérifier empiriquement les déterminants entrepreneuriaux de la dynamique du capital investissement au Maroc à travers une approche économétrique basée sur un modèle autorégressif à retards (ARDL). Pour cela, nous nous sommes basés notamment sur les développements récents en économétrie des séries non stationnaires, notamment le test de cointégration de Pesaran et al (2001) et le test de causalité de Toda et Yamamoto (1995).

5.1. Étude des propriétés des séries

Dans le but de garantir la fiabilité des régressions et la bonne interprétation des résultats, nous devons d'abord examiner la stationnarité des séries temporelles et la multicolinéarité entre les variables de notre modèle.

5.1.1. Test d'ADF

Les résultats présentés dans le tableau 53 révèlent que les séries ne sont pas intégrées à un ordre supérieur à 1. Ainsi, toutes les variables sont intégrées à l'ordre 0 ou 1, ce qui légitime l'utilisation de la méthode ARDL pour notre étude.

Tableau 53 : Résultats du test d'ADF (variables entrepreneuriales)

Variable	En niveau	En différence première	Décision
BINV	-2.077748	-4.125899***	I(1)
EDCH	-0.964838**		I(0)
ECRE	-1.574059	-3.936522***	I(1)
EXAD	0.209572	-3.233809**	I(1)
PRTE	-0.645888	-10.99346**	I(1)
R&D	-5.547367***		I(0)
UNET	0.285366	-4.668366***	I(1)

** : significatif au seuil de 5%

*** : significatif au seuil de 10%

Source : élaboré par nos soins à partir des résultats d'EvIEWS 11.

5.1.2. Test de multicolinéarité

Dans le but de mettre en évidence la multicolinéarité entre les variables, les valeurs du facteur d'inflation de la variance et de l'inflation (VIF) ont été vérifiées. Ces valeurs nous ont permis d'éliminer les variables dont le VIF est supérieur à 5 (Hair, 1995 ; Ringle, 2015). Conformément aux résultats du tableau 19, les variables écartées sont EDCH, UNET et EXAD. En ce qui concerne les autres variables retenues, les valeurs de VIF indiquent que la multicolinéarité ne semble pas constituer un risque.

**Tableau 54 : Résultats du test de multicolinéarité
(variables entrepreneuriales)**

Variables	VIF
BINV	1.598681
ECRE	2.181299
PRTE	2.255473
R&D	1.012515

Source : élaboré par nos soins à partir des résultats d'Eviews 11.

5.2. Résultats des estimations de l'approche ARDL et des tests de cointégration

Afin de déterminer l'impact, à court et à long terme, des variables entrepreneuriales sur la dynamique du capital investissement au Maroc, nous recourons à l'approche ARDL. Pour y parvenir, nous procédons d'abord au test de Bounds pour étudier les relations de cointégration à long et court terme. Ensuite, nous identifions les relations de causalité.

5.2.1. Test de cointégration aux bornes

Les résultats du test de cointégration aux bornes, présentés dans le tableau ci-dessus, nous donnent une statistique de Fisher ($F=9.35356$), cette dernière étant supérieure aux différentes valeurs de la même statistique aux différents seuils de significativité de 1%, 5% et 10%. Ce résultat nous conduit à rejeter l'hypothèse nulle de l'absence de relation de long terme et de conclure par l'existence d'une relation de long terme entre les variables de notre modèle.

**Tableau 55 : Résultats du test de cointégration aux bornes
(variables entrepreneuriales)**

Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
Asymptotic : n=1000				
F-statistic	9.35356	10%	2.2	3.09
K	4	5%	2.56	3.49
		2,5%	2.88	3.87
		1%	3.29	4.37

Source : élaboré par nos soins à partir des résultats d'Eviews 11.

5.2.2. Estimation de la relation de court terme (ECM)

Il ressort des résultats des tests de Schwartz (13.48269), d'Akaike (13.34575) et de Hannan-Quinn (13.33307), permettant de retenir le nombre optimal de retards à retenir pour les 20 modèles envisagés par les tests, que le modèle ARDL à retenir est le suivant (tableau 56) :

**Tableau 56 : Résultats de l'estimation du modèle à correction d'erreurs
(variables entrepreneuriales)**

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(BINV)	0.431346	0.884777	0.487520	0.6432
D(PRTE)	-9347.642	2266.643	-4.124002	0.0062
CointEq(-1)*	-1.045681	0.071668	-14.59072	0.0000
R-squared	0.955458	Mean dependent var		52.78571
Adjusted R-squared	0.947360	S.D. dependent var		759.2794
S.E. of regression	174.2048	Akaike info criterion		13.34575
Sum squared resid	333820.2	Schwarz criterion		13.48269
Log likelihood	-90.42024	Hannan-Quinn criter.		13.33307
Durbin-Watson stat	3.163325			

Source : élaboré par nos soins à partir des résultats d'Eviews 11.

Les résultats de l'estimation du modèle à retards échelonnés montrent que la relation statistique entre les variables est très bonne vu la valeur des coefficients de détermination simple et ajustée ($R^2=0.955458$, $\bar{R}^2=0.947360$), lesquelles mesurent la part de la variation expliquée par rapport à la variation totale, est proche d'un (1) et qui montre que la variabilité de la dynamique du capital investissement au Maroc (FNLV) est exprimée par la variabilité de notre modèle.

Selon les résultats de l'estimation contenus dans le tableau ci-dessus, on constate qu'à court terme que la seule variable qui a un effet significatif sur la dynamique du capital investissement au Maroc (FNLV) est PRTE. Ainsi, la productivité a un effet négatif et significatif sur la levée de fonds du capital investissement.

Dans notre cas, le terme à correction d'erreur est significatif et négatif matérialisant l'existence d'un mécanisme à correction d'erreurs. Par ailleurs, la valeur du coefficient de la force de rappel vers l'équilibre CointEq (-1) = -1.045681 est négative et significativement différente de 0 au seuil de 5% qui signifie que les déséquilibres de l'année dernière sont corrigés durant l'année en cours au bout de 1/1.04 années (une année). Ces résultats indiquent l'existence d'un mécanisme de correction des erreurs, d'où la validation des résultats de notre modèle de relation de court terme (ECM) et l'intérêt de tester pour une relation de long terme.

5.2.3. Estimation de la relation de long terme

L'estimation de la relation à long terme permet de déterminer les élasticités de la variable endogène par rapport aux autres variables exogènes. Les résultats de ce test sont récapitulés dans le tableau 57.

Tableau 57 : Résultats de l'estimation de la relation de long terme (variables entrepreneuriales)

Variables	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BINV	-3.146177	1.851147	-1.699582	0.1401
ECRE	8178.790	2553.942	3.202418	0.0185
PRTE	-21891.62	5636.056	-3.884209	0.0081
R&D	2491.466	642.2071	3.879538	0.0082
C	-57460.33	19149.14	-3.000675	0.0240

Source : élaboré par nos soins à partir des résultats d'EvIEWS 11.

Les résultats montrent qu'à long terme, le nombre des entreprises créées (ECRE), la recherche et développement (R&D) et la productivité (PRTE) constituent des déterminants de la dynamique du capital investissement au Maroc (FNLV). Par contre, le nombre des brevets d'invention (BINV) n'a pas d'effet significatif sur la dynamique du marché marocain de capital investissement.

Concernant l'impact de la variable « nombre des entreprises créées » (ECRE), il apparaît statistiquement significatif et agit d'une façon positive sur la dynamique du capital investissement au Maroc. Ce résultat conforte les arguments qui stipulent que le nombre de créations d'entreprises, qui mesure la vigueur de l'esprit d'entreprise, exerce une influence positive sur la demande de capital-investissement, à des fins de financement.

Pour la variable recherche et développement (R&D), elle semble significative et agit positivement sur la dynamique du marché marocain du capital investissement. Cela confirme l'hypothèse selon laquelle la R&D est un paramètre majeur pour les entreprises en phase de démarrage qui doivent maintenir leur viabilité sur le marché par une stratégie d'innovation. En outre, l'acquisition de petites entreprises innovantes par de grandes sociétés est un axe majeur de l'activité de capital-investissement (Gompers and Lerner, 1999 ; Schertler, 2003 ; Romain and van Pottelsberghe, 2004 ; Da Rin et al., 2006 ; Schröder, 2011 ; Diaconu, 2012 ; Félix et al., 2013 ; Wang, 2015 ; Groh and Wallmeroth, 2016 ; Oberli, 2016).

En revanche, la productivité semble significative et agit d'une manière négative sur la dynamique du capital investissement au Maroc. Ce résultat est un peu surprenant dans la mesure où la productivité est un facteur primordial de la compétitivité et constitue un levier de la compétitivité-coût, qui traduit l'efficacité de l'utilisation du travail et du capital (Bernoth et Colavecchio, 2014).

Par ailleurs, l'impact des brevets d'invention sur la dynamique du marché marocain de capital investissement s'avère statistiquement non significatif. Ce résultat infirme l'hypothèse dominante d'un lien positif entre les deux variables (Schertler, 2003 ; Romain and van Pottelsberghe, 2004 ; Guler and Guillen, 2010 ; Schröder, 2011 ; Cumming and Li, 2016 ; Wang, 2015).

Ce résultat soutient les résultats obtenus par Juzénaité (2020). R. Horii et T. Iwaisako (2007) expliquent cette relation par le fait que l'imitation et l'adaptation jouent un rôle important dans le développement technologique des pays en développement, par conséquent, une forte protection peut créer des barrières aux flux d'investissement. Par ailleurs, un niveau élevé de protection des droits de propriété peut également être associé à des coûts plus élevés,

ce qui, en définitive, peut influencer l'investisseur lui-même au moment de choisir un investissement (Haydaroglu, 2015).

5.2.4. Estimation des relations de causalité de long terme (test de Toda et Yamamoto)

Dans le but de vérifier la présence d'une relation de causalité entre les variables de notre modèle, nous nous sommes servis du test de causalité à long terme au sens de Toda et Yamamoto (1995), dont les résultats sont indiqués dans le tableau 32. Ceux-ci montrent que, au seuil de 05%, trois relations unidirectionnelles existent.

Dans le tableau suivant, les résultats du modèle utilisé pour déterminer la causalité unidirectionnelle des variables. À part la variable BRINV, il existe une relation de causalité entre les autres variables entrepreneuriales et la levée de fonds.

Tableau 58 : Résultats du test de causalité au sens de Toda et Yamamoto (variables entrepreneuriales)

Variable	F-statistic	df	Probabilité	Résultat
BINV	2.803925	(2, 6)	0.1381	BINV ne cause pas FNLV
ECRE	13.39588	(1, 6)	0.0106	ECRE cause FNLV
PDTE	10.24481	(2, 6)	0.0116	PDTE cause FNLV
R&D	8.828312	(1, 6)	0.0249	R&D cause FNLV

Source : élaboré par nos soins à partir des résultats d'Eviews 11.

Il ressort des résultats du test l'existence de relations unidirectionnelles de causalité à long terme au sens de Toda Yamamoto allant des entreprises créées (ECRE), la productivité (PDTE) et la recherche en développement (R&D) vers la dynamique du marché du capital investissement au Maroc (FNLV). Ainsi, à part la variable les brevets d'invention (BINV), l'hypothèse de causalité selon lesquels le cadre entrepreneurial favorise la dynamique du marché du capital investissement sont vérifiés pour le cas du Maroc.

5.3. Résultats des tests de validation du modèle estimé

Pour valider les résultats de notre modèle, les quatre principales hypothèses de normalité résiduelle, d'hétéroscédasticité, d'absence d'autocorrélation des erreurs et de

stabilité des coefficients du modèle seront testées. Le but est de vérifier si le modèle reste globalement significatif.

5.3.1. Test de normalité des résidus

Sur la base des résultats du test de normalité que nous avons effectué (tableau 59), la p-value de notre test de significativité est de 0.609082 qui est largement supérieur de 5% ce qui nous mène à accepter l'hypothèse nulle du test. Donc que les erreurs suivent bel et bien une loi normale.

Tableau 59 : Résultats du test de normalité pour le modèle estimé (variables entrepreneuriales)

Mean	4.16e-12
Median	-27.73227
Maximum	361.1224
Minimum	-257.6729
Std. Dev.	160.2451
Skewness	0.642799
Kurtosis	3.217097
Jarque-Bera	0.991604
Probability	0.609082

Source : élaboré par nos soins à partir des résultats d'Eviews 11.

5.3.2. Test d'autocorrélation (Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test)

Sur la base du résultat du test d'autocorrélation (Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test), nous considérons qu'il n'y a pas d'autocorrélation des erreurs dans la mesure où la valeur de la statistique de Breusch-Godfrey est bien supérieure à 5% et égale à 0.0511.

Tableau 60 : Résultat du test d'autocorrélation (variables entrepreneuriales)

F-statistic	Prob. F(2,1)
6.845716	0.0511

Source : élaboré par nos soins à partir des résultats d'Eviews 11.

5.3.3. Test d'hétéroscédasticité (Breusch-Pagan-Godfrey)

Conformément au résultat du test d'hétéroscédasticité (Breusch-Pagan-Godfrey), nous acceptons l'hypothèse d'une homoscédasticité vue que la valeur statistique de Breusch-Pagan-Godfrey est égale à 0.1014 et qui est nettement supérieure à 5%.

Tableau 61 : Résultat du test d'hétéroscédasticité (variables entrepreneuriales)

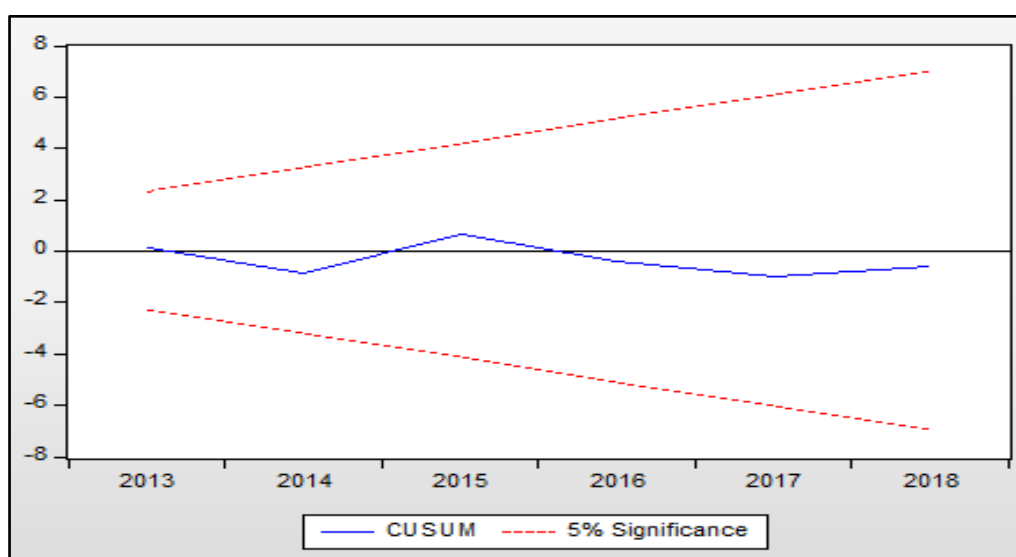
F-statistic	Prob. F(18,3)
2.992408	0.1014

Source : élaboré par nos soins à partir des résultats d'Eviews 11.

5.3.4. Test de robustesse « CUSUM »

D'après les résultats du test CUSUM, nous remarquons que les résidus récursifs restent toujours dans l'intervalle de confiance pour le seuil de 5%, ce qui indique que les coefficients du modèle estimé restent stables au cours du temps, ce qui nous mène à rejeter l'hypothèse de l'existence d'un changement structurel durant la période de notre étude.

Figure 33 : Résultat du test de CUSUM pour la stabilité des paramètres du modèle estimé (Variables entrepreneuriales)



Source : élaborée par nos soins à partir des résultats d'Eviews 11.

En conclusion de l'analyse des résultats des tests de validation de notre modèle, le modèle proposé dans cette étude apparaît donc valide et ces paramètres sont stables sur toute la période considérée.

Section 2 : Discussion des résultats

Compte tenu des résultats évoqués précédemment, les conclusions de nos hypothèses sont synthétisées dans le tableau ci-dessous.

Tableau 62 : Résumé des résultats comparés aux hypothèses

<i>Hypothèses</i>	<i>Conclusion (Confirmation/Infirmer)</i>
H1 : L'environnement économique exerce un impact positif et significatif sur la dynamique du capital investissement au Maroc.	Partiellement confirmée
H2 : L'environnement financier a un impact positif et significatif sur la dynamique du capital investissement au Maroc.	Partiellement confirmée
H3 : L'environnement entrepreneurial possède un effet significatif et positif sur la dynamique du capital investissement au Maroc.	Partiellement confirmée
H4 : Un environnement réglementaire favorable est positivement assorti à la dynamique du capital investissement au Maroc.	Infirmer
H5 : L'environnement institutionnel présente une influence significative et positive sur la dynamique du capital investissement au Maroc.	Infirmer

Source : élaboré par nos soins.

Au cours des paragraphes qui suivent, nous présenterons l'impact de ces résultats sur les décisions des investisseurs en capital et les recommandations à prendre par les pouvoirs publics.

1. L'environnement économique (Hypothèse H1) : un catalyseur du marché marocain du capital investissement

Les déterminants économiques se révèlent être significatifs dans davantage de variables que dans tous les autres déterminants, sept variables sur huit pour être exact. Ce constat est cohérent avec la logique économique dominante selon laquelle plus l'environnement économique est sain, plus les opportunités d'investissement en capital investissement sont importantes. En effet, selon Paul Gompers (1994), une économie stable, une faible inflation, une croissance élevée et des taux de change et d'intérêt faibles stimulent la dynamique du capital-investissement. Groh (2009) affirme que l'économie d'un pays a une incidence sur le marché national du capital-investissement et que les prévisions de croissance économique incitent les investisseurs en capital à entrer sur le marché.

À cet égard, l'expérience américaine de l'activité de capital investissement a montré qu'elle est très sensible à la situation économique dominante : l'activité du capital investissement a tendance à croître pendant les périodes d'expansion économique et à disparaître pendant les crises. C'est pourquoi elle a besoin d'un contexte économique favorable pour se développer (Chocce, 2003). De ce fait, le développement récent de l'activité de capital investissement au Maroc est intimement lié aux mesures économiques prises par le pays depuis les années 1990, lorsqu'il a adopté des réformes fondées sur l'ouverture économique.

L'économie marocaine est une économie dite de marché, ce qui permet de constituer les conditions de base en termes d'environnement concurrentiel, de capacité de croissance, de performances des marchés de biens et des services. En outre, les performances macroéconomiques sont attrayantes pour les opérations de financement par capital investissement. Par ailleurs, le Maroc jouit d'une position géographique attractive dans la région méditerranéenne qui présente un avantage concurrentiel pour les entreprises (qui souhaitent se développer sur le plan régional), les exportateurs et les investisseurs en capital (qui privilégient une stratégie d'investissement régionale).

Cependant, les risques macroéconomiques croissants et l'incapacité du gouvernement à remédier aux déséquilibres internes (notamment le chômage¹⁶² et les niveaux d'endettement) forment une sérieuse entrave aux investissements en capital. Même si les pouvoirs publics disposent d'une marge de manœuvre pour emprunter des fonds étrangers, le creusement du

¹⁶² Le taux de chômage élevé reflète, entre autres, l'inadéquation de l'offre et de la demande sur le marché du travail.

déficit budgétaire et le ralentissement de la croissance du PIB ont un impact négatif sur la confiance des investisseurs. En outre, une dépréciation de la monnaie nationale pourrait avoir de graves répercussions sur les rendements des investissements étrangers en capital-investissement libellés en devises (Gharbi, 2012)¹⁶³. Enfin, la crise Covid-19 sur le plan national, de même que ses répercussions économiques et sociales en Europe ont un impact négatif sur l'activité des entreprises (notamment les sociétés de portefeuille de capital investissement) et la confiance des investisseurs en capital.

En définitive, le Maroc souffre d'un taux de chômage élevé et d'une croissance du produit intérieur brut volatil à un rythme modéré. Ainsi, plus ces deux indicateurs sont faibles, plus le pays est porteur de risques pour les investisseurs en capital. De ce fait, les décideurs politiques du Maroc ont intérêt à faire des efforts pour renforcer ces indicateurs, car malgré les améliorations, il existe encore une marge de manœuvre importante pour assurer la rentabilité pour les investisseurs en capital ainsi que la croissance pour le Maroc.

¹⁶³ Gharbi, M. (2012). Challenges and opportunities in the Tunisian private equity sector (Doctoral dissertation, Massachusetts Institute of Technology), P.93.

Tableau 63 : Comparaison de nos résultats avec les résultats précédents de la littérature (déterminants économiques)

Déterminants potentiels	Impact négatif (-)	Aucun impact significatif (0)	Impact positif (+)	Nos résultats	
				Court terme	Long terme
PIND			Ning et al. (2015)	(-)	(-)
TEXC			Nkam et al. (2020).	(+)	(-)
TPIB		Jeng and Wells (2000); Cumming and MacIntosh (2006)	Gompers and Lerner (1999); Romain and van Pottelsberghe (2004); Cherif and Gazdar (2009); Li and Zahra (2012); Ndlwana and Botha (2018); Ning et al. (2015) ; Armour and Cumming (2016); Hain et al. (2016) ; Marti and Balboa (2001).	(0)	(+)
TSAV				(0)	(0)
TXINFL	Nkam et al. (2020).	Bonini and Alkan (2012)	Ning et al. (2015)	(+)	(+)
TINT	Cumming and MacIntosh (2006); Diaconu (2012).	Bonini and Alkan (2012)	Romain and van Pottelsberghe (2004); Schröder (2011) ; Félix et al. (2013) ; Ning et al. (2015) ; Ndlwana and Botha (2018); Najmi (2019) ; Wang (2015).	(+)	(0)
DEPN	Lelux and Surlemont (2003); Armour and Cumming (2016); Cumming and MacIntosh (2006)		Cumming and Li (2016); Gompers et Lerner (2000)	(-)	(0)

Source : élaboré par nos soins

2. L'environnement financier (Hypothèse H2) : la voie de sortie qui encourage l'entrée

Les marchés de capitaux jouent un rôle important dans le développement économique, car ils permettent d'accumuler l'épargne nationale et de mobiliser des capitaux étrangers pour des investissements à long terme. Néanmoins, les marchés de capitaux sont souvent sous-développés, voire inexistant, dans les économies sous-développées et émergentes (Bruno et Drexler, 2016). Dans ce sens, le faible degré de développement du marché marocain de capitaux peut être envisagé comme un handicap majeur à la dynamique du secteur de capital investissement. En raison de la taille limitée du marché boursier marocain, les introductions en bourse ne forment pas un moyen de sortie de capital investisseur. Car les perspectives de sorties fructueuses par le biais de l'IPO peuvent avoir un impact positif sur le flux de transactions et la volonté des entreprises d'ouvrir leur capital aux investisseurs en capital¹⁶⁴.

Ainsi, afin de stimuler l'investissement en capital, notamment dans le secteur du capital-risque, il est nécessaire, tout d'abord, d'encourager la cotation des petites et moyennes entreprises et d'apporter les modifications légales et réglementaires nécessaires à cette fin. Ensuite, créer un marché secondaire pour l'échange de parts de capital dans les jeunes entreprises. Et enfin, il est nécessaire de mettre en place un marché secondaire pour les prises de participation d'occasion qui permet aux investisseurs de disposer de portefeuilles matures et moins risqués et qui renforce la liquidité des actions détenues dans les jeunes entreprises.

Les banques et autres institutions financières doivent aussi être incitées à injecter des fonds dans des sociétés de capital-investissement. À long terme, cela profitera au secteur bancaire sous la forme d'une augmentation de la demande de crédit et d'autres services bancaires.

Au total, pour le cas du Maroc, cet environnement se situe à un niveau de développement peu propice. Dans le cadre de cet indicateur, il est nécessaire de prendre une série de mesures pour renforcer le marché financier. Comme il existe un certain niveau de corrélation entre les indicateurs du niveau d'activité économique et du marché financier, l'amélioration du premier influence les activités du second indicateur. En outre, le

¹⁶⁴ Paradoxalement, l'une des raisons pour lesquelles l'intérêt pour le capital-investissement en Afrique a explosé est que les bourses du continent, généralement petites et peu liquides, incitent les investisseurs à privilégier les actions non cotées. Le marché du capital-investissement est donc devenu une voie d'accès rassurante à l'Afrique, en particulier pour les investisseurs peu enclins à prendre des risques (Babarinde, 2012).

renforcement et la croissance du marché du capital investissement améliorent inévitablement l'indicateur du marché financier, car l'objectif final de l'investissement de l'investisseur est d'obtenir des rendements grâce à une stratégie de sortie qui implique l'entrée sur le marché financier (Milenković et al., 2015).

Tableau 64 : Comparaison de nos résultats avec les résultats précédents de la littérature (déterminants financiers)

Déterminants potentiels	Impact négatif (-)	Aucun impact significatif (0)	Impact positif (+)	Nos résultats	
				Court terme	Long terme
CBRS	Ndlwana et Botha (2018)	Diaconu (2012) ; Oberli (2016).	Bernothe et al. (2010) ; Nkam et al. (2020) ; Oni (2017) ; Precup (2015) ; Najmi (2019) ; Kelly (2012) ; Black and Gilson (1998); Bernothe et Colavecchio (2014) ; Wang (2015).	-	-
DFIN			Bernothe et al. (2010) ; Nkam et al. (2020) ; Oino (2014) ; Oberli (2016) ; Wang (2015).	+	0
IPO			Oni (2017) ; Oberli (2016).	+	0
LBRS			Kelly (2012) ; Bernothe et Colavecchio (2014) ; Wang (2015) ; Wang (2015).	+	+
RBRS	Najmi (2019)		Colavecchio (2014)	-	0

Source : élaboré par nos soins.

3. L'environnement entrepreneurial (Hypothèse H3) : renforcer l'écosystème entrepreneurial¹⁶⁵

Le coût des affaires en Afrique, par rapport aux normes mondiales, peut être élevé. Cela est généralement dû à un environnement entrepreneurial difficile, caractérisé par des risques politiques élevés, des lourdeurs bureaucratiques, des systèmes juridiques sous-développés, des infrastructures inadéquates et peu fiables, une offre insuffisante de professionnels qualifiés d'origine locale, etc. (Babarinde, 2012). Au Maroc, malgré les réformes déployées par les pouvoirs publics, de nombreux efforts restent à faire dans ce domaine.

La longueur des formalités administratives et les dépenses qui y sont liées ont été considérées comme une source de préoccupation pour les investisseurs en capital au Maroc (AMIC, 2018)¹⁶⁶. Les procédures liées à la déclaration fiscale, aux dossiers, aux inscriptions et aux agréments ont été qualifiées de fastidieuses et doivent être impérativement allégées. Les fardeaux administratifs entravent la rentabilité des investissements et dissuadent la création de nouvelles entreprises. En conséquence, les décideurs politiques sont appelés à réduire le nombre de procédures administratives, perçues comme inutiles, et à en améliorer l'efficacité afin de stimuler la culture entrepreneuriale et de réduire les coûts et les risques. Il est également nécessaire d'améliorer l'accès à l'information pour les entrepreneurs et les investisseurs afin de les aider à comprendre les processus et les exigences.

L'un des principaux défis auxquels est confronté le marché du capital-investissement au Maroc est le manque de talents locaux, c'est-à-dire le manque d'expertise de gestion sur le terrain. En effet, le capital-investissement implique non seulement un vaste réseau sur le terrain, mais aussi des compétences techniques qui doivent être déployées pour obtenir les résultats souhaités par les investisseurs (Babarinde, 2012). Il en ressort que les pouvoirs publics devraient améliorer la qualité de l'enseignement supérieur et renforcer le lien entre le système éducatif et le marché du travail. Cela passe, d'abord, par l'élaboration d'un programme national pour le développement de l'esprit entrepreneurial dans les établissements

¹⁶⁵ L'écosystème entrepreneurial est un ensemble d'acteurs facilitant l'activité entrepreneuriale et notamment l'innovation (Isenberg, 2010 ; Spigel, 2017 ; Stam, 2021) par :

- Un soutien matériel (par exemple les universités et laboratoires de R&D, les grandes entreprises) ;
- Un soutien financier (par exemple les banques, le capital investissement) ;
- Des conseils (par exemple les experts comptables, les juristes) ;
- Une combinaison « d'outils » (par exemple le cas des pouvoirs publics) ;
- Des composantes sociales (par exemple les réseaux, travailleurs qualifiés, mentors...) ;
- Des composantes culturelles (par exemple l'ouverture d'esprit, success-stories, culture de soutien...).

¹⁶⁶ AMIC (2018), « Diagnostic : capital amorçage et risque au Maroc ». P.27. En ligne : <https://amic.org.ma/publications/>. Dernière consultation le 10/04/2020.

d'enseignement. Ensuite, la mise en place des plateformes de formation à destination des entrepreneurs permettant l'accès à une base de données et à une liste d'experts/coaches en mesure d'accompagner la mise à niveau des porteurs de projets sur des thématiques variées (finance, marketing, communication, business plans et autres). Enfin, la participation des opérateurs privés dans les programmes d'enseignement (Universités et Instituts de formation) et la stimulation de la créativité et de l'imagination à travers la multiplication d'actions d'initiation aux principes de l'innovation et de la créativité dans des centres dédiés aux jeunes (centres culturels, centres d'initiation artistique, bibliothèques, musées et autres) (AMIC, 2018)¹⁶⁷.

Selon le rapport du Forum économique mondial, *« l'éducation à l'entrepreneuriat peut contribuer à promouvoir une culture entrepreneuriale et innovante en changeant les mentalités et en fournissant les compétences nécessaires. Les systèmes scolaires se sont traditionnellement attachés à fournir des compétences de base et à faire en sorte que les étudiants puissent trouver un emploi à l'avenir, et non à leur apprendre à devenir des entrepreneurs. Entre-temps, la mondialisation, le développement rapide des technologies et la baisse du coût des transports ont modifié la nature du travail. Il ne suffit plus de former les étudiants à une carrière. Les écoles et les universités doivent préparer les étudiants à travailler dans un environnement entrepreneurial et mondial dynamique et en mutation rapide. L'esprit d'entreprise est essentiel pour comprendre et opérer dans l'économie mondiale actuelle et future »*¹⁶⁸.

Finalement, favoriser l'utilisation de la technologie et de l'innovation au Maroc est de nature à impacter positivement le dynamisme des entreprises marocaines, et donc les investissements en capital. En matière d'innovation, l'État du Maroc a un rôle important de catalyseur¹⁶⁹. Il s'agit d'augmenter les dépenses en R&D, renforcer la structuration

¹⁶⁷ AMIC (2018). Op Cit, P.44.

¹⁶⁸ Cité par Surineni, S. K. (2012). Op Cit, P.45.

¹⁶⁹ « De nombreux outils existent pour générer de l'investissement en innovation : les soutiens directs (dons, subventions, récompenses pour des missions d'innovation) et les incitations fiscales. Ces dernières peuvent être orientées sur les dépenses en innovation (expenditure-based provision) ou sur les revenus issus de l'utilisation d'une licence ou d'un brevet (income-based provision). Les incitations fiscales vis-à-vis des dépenses d'innovation prennent la forme de crédit d'impôt (sur les sociétés, les revenus, les salaires, les taxes sur la propriété), ou d'amortissement fiscal accéléré. Par ailleurs, les incitations fiscales peuvent être : i) ciblées en fixant des seuils d'éligibilité, notamment pour privilégier les petites entreprises ; ii) temporaires ou permanentes ; iii) basées sur le volume (toutes les dépenses de R&D) ou progressives (dépenses additionnelles au-delà d'un certain montant) ; et iv) conditionnées à des obligations de création d'emploi ou d'investissement ». OCDE (2018), Examen multidimensionnel du Maroc, vol. 2 : Analyse approfondie et recommandations : les voies de développement, Paris, Éditions OCDE, P.75-76. En ligne : <https://doi.org/10.1787/9789264298699-fr>. Dernière consultation le 24/12/2021.

institutionnelle de la politique d'innovation, accroître la contribution du secteur privé au financement de l'innovation et favoriser l'esprit d'innovation dans les entreprises.

Tableau 65 : Comparaison de nos résultats avec les résultats précédents de la littérature (déterminants entrepreneuriaux)

<i>Déterminants potentiels</i>	<i>Impact négatif (-)</i>	<i>Aucun impact significatif (0)</i>	<i>Impact positif (+)</i>	<i>Nos résultats</i>	
				<i>Court terme</i>	<i>Long terme</i>
INVE	Juzénaité (2020)	Armour and Cumming (2016)	Schertler (2003) ; Romain and van Pottelsberghe (2004); Guler and Guillen (2010); Schröder (2011); Cumming and Li (2016); Wang (2015).	0	0
ECRE	Juzénaité (2020)			0	+
PDTE		Precup (2015)	Bernoeth et Colavecchio (2014)	-	-
R&D	Cumming and Li (2016)	Bonini and Alkan (2012); Bedu and Montalban (2014); Najmi (2019); Juzénaité (2020)	Gompers and Lerner (1999); Schertler (2003) ; Romain and van Pottelsberghe (2004); Da Rin et al. (2006); Schröder (2011); Félix et al. (2013); Groh and Wallmeroth (2016); Diaconu (2012) ; Oberli (2016) ; Wang (2015).	0	+

Source : élaboré par nos soins.

4. Environnement réglementaire (Hypothèse H4) : nécessité de réformes progressives

L'instauration d'un cadre juridique et fiscal encourageant est le garant de l'épanouissement de l'activité du métier du capital investissement. En effet, un environnement réglementaire favorable, conformément aux bonnes pratiques internationales, est indispensable pour protéger les intervenants dans ce secteur et leur permettre de réaliser les objectifs qu'ils fixent (Slimane et al., 2016).

Les investisseurs en capital investissement au Maroc déplorent par exemple une réelle opacité des règles fiscales. Les nombreuses exceptions du code des impôts et les amendements apportés au fil du temps font qu'il est très difficile pour eux d'avoir une vision claire des attentes des régulateurs. Pour pallier cette divergence de perception du code des impôts, la communication et les interactions entre les deux parties sont primordiales (Gharbi, 2012). Il s'agit, d'une part, d'adapter le système fiscal pour tous les investisseurs par le renforcement des crédits d'impôt pour tout investissement (dans les fonds d'amorçage, les start-ups et les projets de R&D), la neutralité de la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) pour encourager la création de fonds au Maroc et éviter leur domiciliation à l'étranger et la transparence de l'impôt sur les sociétés (IS) pour les véhicules autres que l'OPCC pour tous les investisseurs. Il s'agit, d'autre part, de procéder à des incitations fiscales pour les prestataires de services (juridiques, fiscaux) qui s'adressent aux start-ups.

Par ailleurs, la protection des investisseurs et la gouvernance d'entreprise sont des problèmes auxquels est confronté le Maroc, où l'économie de marché n'est pas encore totalement en place et où la concurrence déloyale est répandue. Le pays a besoin d'une réforme des réglementations juridiques, de la transparence des opérations commerciales, de la protection des droits de propriété des investisseurs et des droits des petits actionnaires dans les entreprises. Dans le cas du capital-investissement, la réforme et l'impartialité du système judiciaire jouent un rôle important dans l'amélioration de la situation générale des pays (Milenković, 2015).

Donc pour attirer davantage d'investisseurs en capital et de gestionnaires de fonds, des règles de fonctionnement clairement définies doivent être mises en place dans le secteur du capital-investissement au Maroc. Le rôle de ces règles est de garantir la protection des acteurs du secteur et d'améliorer le fonctionnement de ce marché.

Tableau 66 : Comparaison de nos résultats avec les résultats précédents de la littérature (déterminants réglementaires)

Déterminants potentiels	Impact négatif (–)	Aucun impact significatif (0)	Impact positif (+)	Nos résultats	
				Court terme	Long terme
APLEGCTRA				+	0
IBEN	Romain and van Pottelsberghe (2004); Schröder (2011); Bonini and Alkan (2012); Cumming and Li (2016); Bedu and Montalban (2014); Groh and Wallmeroth (2016) Oino (2014); Ndlwana and Botha (2018)	Groh and Wallmeroth (2016)	Wang (2015).	+	0
IGNS	Gompers and Lerner (1999); Da Rin et al. (2006); Bedu and Montalban (2014)	Jeng and Wells (2000)		+	0
PPRO		Jeng and Wells (2000); Cumming et al. (2016)	Aggarwal and Goodell (2014); Bedu and Montalban (2014); Groh and Wallmeroth (2016); Oino (2014).	-	0
INSV		Cumming and Li (2016)	Armour and Cumming (2016)	-	0

Source : élaboré par nos soins.

5. L'environnement institutionnel (Hypothèse H5) : la bonne gouvernance est à la base de la lutte contre la corruption

En général, qualité des institutions et prospérité vont de pair. Les pays dotés d'institutions bien gérées et responsables sont mieux à même d'assurer les services publics et d'installer un environnement propice à la création d'emplois et à la croissance¹⁷⁰.

Comme nous l'avons évoqué dans la section précédente, nous rejetons cette hypothèse à la lumière des résultats de notre étude empirique. Nous nous attendions naturellement à ce que les facteurs de nature institutionnelle (surtout la corruption et la stabilité politique) jouent un rôle dans la détermination de la dynamique du marché marocain du capital-investissement. Cependant, compte tenu de notre analyse de la revue de la littérature et de la théorie économique, ces facteurs sont à la fois bien plus nombreux et plus complexes. Par conséquent, on peut supposer que des déterminants institutionnels peuvent contribuer à l'activité du capital investissement au Maroc sans être pris en compte dans notre analyse. De ce fait, bien que nous rejetions l'hypothèse liée à ces facteurs institutionnels, nous ne pouvons pas affirmer catégoriquement que les décideurs politiques et les investisseurs doivent ignorer ces facteurs dans leur processus décisionnel. Il s'agit essentiellement d'assurer la bonne gouvernance et la lutte contre la corruption¹⁷¹.

Les mécanismes du marché, les procédures administratives et politiques peuvent faciliter l'investissement sans être stimulés par la corruption. En effet, une bonne gouvernance aide à instaurer la confiance, à réduire des coûts de transaction et à fournir les règles et la stabilité nécessaires aux entreprises pour développer leurs activités à long terme (Peev, 2015 ; Krasniqi et Desai, 2016).

Les stratégies visant à limiter la corruption doivent être réalistes, réalisables et adaptées aux besoins de pays particuliers. Autrement dit, les politiques destinées à lutter contre la corruption doivent être systématiquement mises en œuvre à long terme. La corruption est essentiellement un problème de gouvernance. La responsabilisation et la transparence accrue

¹⁷⁰ <https://blogs.worldbank.org/fr/voices/la-bonne-gouvernance-contre-la-pauvrete-et-la-corruption>. Dernière consultation le 17/06/2021.

¹⁷¹ Les aspects positifs de la corruption sont la rapidité et l'efficacité des processus bureaucratiques, des avantages concurrentiels dans les appels d'offres et les marchés publics, l'octroi d'un accès à des secteurs autrement monopolistiques (Huntington, 1968 et Leff, 1964). En outre, la corruption accroît les coûts de production indirects ainsi que l'incertitude quant au retour sur investissement à venir, renforce l'inefficacité (Mauro, 1995), aggrave la pauvreté et la répartition des revenus (Gupta et al., 1998), affecte négativement la productivité des investissements publics et la qualité des infrastructures (Tanzi et Davoodi, 1998) et les services d'éducation et de santé (Gupta et al., 2000).

de la part du gouvernement, la participation soutenue du public au processus de décision, le renforcement des institutions du secteur public et de la société civile et une plus grande adhésion à la loi permettront non seulement d'améliorer la gouvernance, mais aussi de lutter contre la corruption. La concurrence libre et ouverte est, en définitive, la meilleure arme contre les pratiques corrompues politiques, économiques ou bureaucratiques (Loubelo, 2019).

Tableau 67 : Comparaison de nos résultats avec les résultats précédents de la littérature (déterminants institutionnels)

<i>Déterminants potentiels</i>	<i>Impact négatif (-)</i>	<i>Aucun impact significatif (0)</i>	<i>Impact positif (+)</i>	<i>Nos résultats</i>	
				<i>Court terme</i>	<i>Long terme</i>
CRUP	Groh and Wallmeroth (2016)	Bonin and Alkan (2012); Cumming et al. (2016) ; Cherif et Gazdar (2011) ;	Cherif and Gazdar (2009)	0	0
EGOV			Cherif and Gazdar (2009); Cumming et al. (2016)	0	0
IGOV		Cherif et Gazdar (2011)	Bernoth et Colavecchio (2014)	0	0
LBSE		Cherif et Gazdar (2011)	Li and Zahra (2012)	0	0
LBFN			Cherif et Gazdar (2011) ; Li and Zahra (2012).	0	0
LBIV		Cherif et Gazdar (2011)	Li and Zahra (2012)	0	0
LBMN	Cherif et Gazdar (2011)		Li and Zahra (2012)	0	0

Source : élaboré par nos soins.

Conclusion du chapitre VI

Dans ce chapitre, nous avons essayé de déterminer l'effet de l'environnement économique, financier, réglementaire, institutionnel et entrepreneurial sur la dynamique du capital investissement au Maroc. Pour ce faire, nous avons procédé par l'approche ARDL « *bounds test* » et la causalité de long terme au sens de Toda et Yamamoto (1995) sur la période allant de 1993 à 2019. Les résultats confirment qu'à long terme, les environnements économique, financier et entrepreneurial sont les principaux déterminants de la dynamique du capital investissement au Maroc. Par contre, les deux environnements réglementaire et institutionnel ne présentent pas d'impact significatif sur la dynamique du capital investissement au Maroc.

Ainsi, le premier constat démontre que le renforcement de l'environnement économique constitue un véritable catalyseur pour le marché marocain du capital-investissement. Cela implique une économie stable et saine avec un taux de croissance élevé, une faible inflation, un taux de change modéré et taux d'intérêt faibles. Le deuxième constat suggère que le développement du marché financier représente la voie de sortie qui favorise l'entrée. Ainsi, afin de stimuler l'investissement en capital, il est nécessaire, tout d'abord, d'encourager la cotation des petites et moyennes entreprises et d'apporter les modifications légales et réglementaires nécessaires à cette fin. Ensuite, créer un marché secondaire pour l'échange de parts de capital dans les jeunes entreprises. Et enfin, il est nécessaire de mettre en place un marché secondaire pour les prises de participation d'occasion qui permet aux investisseurs de disposer de portefeuilles matures et moins risqués et qui renforce la liquidité des actions détenues dans les jeunes entreprises. Le troisième constat souligne l'importance et la nécessité de réformes progressives pour stimuler la dynamique du capital investissement au Maroc. Dès lors, des règles de fonctionnement clairement définies doivent être mises en place dans le secteur du capital-investissement au Maroc, afin de garantir la protection des acteurs du secteur et d'améliorer le fonctionnement du marché du capital-investissement. Le quatrième constat renforce l'évidence que, sur le plan institutionnel, la bonne gouvernance est la base de la lutte contre la corruption. En effet, une bonne gouvernance aide à instaurer la confiance, à réduire des coûts de transaction et à fournir les règles et la stabilité nécessaires aux entreprises de capital investissement pour développer leurs activités à long terme. Le dernier constat révèle l'impact favorable de l'environnement entrepreneurial sur la dynamique du capital investissement au Maroc. En conséquence, les décideurs politiques sont appelés à réduire le

nombre de procédures administratives, perçues comme inutiles, et à en améliorer l'efficacité afin de stimuler la culture entrepreneuriale et de réduire les coûts et les risques. Il est également nécessaire d'améliorer l'accès à l'information pour les entrepreneurs et les investisseurs afin de les aider à comprendre les processus et les exigences.

Conclusion générale

Cette thèse a examiné les enjeux et déterminants de la dynamique du capital-investissement au Maroc. Notre étude a été motivée par la croissance régulière et la dynamique de la levée de fonds et des investissements sur le marché marocain du capital-investissement. Par conséquent, il convient de rechercher et de comprendre les enjeux et déterminants de cette dynamique. L'appréhension de la problématique principale de notre étude a nécessité le recours à une méthodologie qui se basait sur deux volets :

Le premier consiste en un recensement de la littérature théorique et empirique ayant traité le sujet des enjeux du capital investissement. À ce titre, la présente thèse propose un éclairage théorique sur les enjeux de la dynamique du capital investissement, en présentant les apports et les limites de ce mode de financement. À travers cette thèse, nous avons pu mettre en lumière les canaux avec lesquels le financement par capital investissement peut influencer sur le plan macroéconomique et microéconomique. Tandis que le deuxième volet consiste en une analyse empirique des déterminants de la dynamique du capital investissement au Maroc, sur la base de séries de données annuelles pour la période allant de 1993 à 2019. Pour ce faire, nous avons utilisé le modèle ARDL « *bounds tests* » et le test de causalité au sens de Toda Yamamoto (1995) pour rechercher la présence d'une relation, à la fois à court terme et long terme, entre les déterminants économiques, financiers, réglementaires, institutionnels et entrepreneuriaux et la dynamique du capital investissement au Maroc. Dans ce contexte, nos résultats mettent en évidence la nécessité de mettre en place des mesures de politique publique qui pourraient rendre le Maroc plus attractif pour les investisseurs en capital.

- La démarche de recherche suivie

Dans le premier chapitre, nous avons présenté les aspects fondamentaux du capital-investissement en général. Nous avons estimé qu'il était nécessaire de cerner les périmètres du concept de capital investissement, de spécifier les différents segments de ce secteur ainsi que de mettre en évidence les modes d'organisation et les typologies des fonds de capital investissement. Les acteurs du marché du capital-investissement ainsi que le processus d'investissement ont été abordés dans ce premier chapitre.

Nous avons ensuite, dans le deuxième chapitre, consacré notre analyse à l'état des lieux du capital investissement au Maroc où nous avons présenté une synthèse de la dynamique du

marché marocain du capital investissement. En effet, nous avons abordé la dynamique de ce dernier en termes de fonds levés et investis, la répartition des investissements, la sortie et la performance ; puis, nous nous sommes focalisés sur l'attractivité du marché marocain du capital investissement. Dans ce cadre, nous avons exposé les performances réalisées par le Maroc en le comparant notamment aux autres pays africains.

Le troisième chapitre de ce travail de recherche a été réservé à l'étude des enjeux du modèle de financement par capital investissement. En effet, les enjeux de ce modèle de financement sont majeurs non seulement sur le plan économique et financier, mais aussi sur le plan stratégique et social. À ce titre, afin de pouvoir apprécier les gains et les coûts de ce mécanisme de financement, nous nous sommes interrogés sur les apports et les limites du modèle de financement par le capital-investissement.

Au cours du chapitre quatre, nous avons passé en revue la littérature sur les déterminants de la dynamique du marché du capital-investissement. Notre revue de littérature a démontré que ces déterminants peuvent être regroupés en cinq catégories de facteurs. Ce sont les déterminants économiques, financiers, réglementaires, institutionnels et entrepreneuriaux.

Le cinquième chapitre a fourni un cadre méthodologique et empirique à notre travail de recherche. Le chercheur doit être rigoureux dans sa démarche avant de décider de ses choix. Pour cette raison, ce chapitre a été consacré au positionnement épistémologique de la recherche, et a présenté et a expliqué en détail les moyens utilisés pour répondre à la question de recherche à partir de la problématique décrite et du cadre conceptuel proposé.

Enfin, le dernier chapitre a été dédié à la présentation et à la discussion des résultats. Ce chapitre a fourni des résultats détaillés en réponse aux questions de recherche sur les facteurs qui déterminent la dynamique du marché marocain du capital investissement. De même, nous avons conclu que les pouvoirs publics sont appelés à remanier le cadre général du marché du capital investissement.

- Les apports de la recherche

À l'issue de la revue de la littérature théorique et empirique et de la modélisation économétrique que nous avons menée dans cette thèse, un ensemble de conclusions, qui se situent dans une logique de réponse à notre problématique et de vérification de nos hypothèses de recherche, sont à souligner. Ces conclusions vont nous permettre de nous

situer, d'une part, par rapport à nos objectifs de recherche et, d'autre part, par rapport à la théorie économique sur le sujet. Ces conclusions sont présentées de la manière suivante :

- La revue des études empiriques et des théories qui ont abordé les enjeux du modèle de financement par capital-investissement, notamment la théorie de l'intendance, la théorie du conflit cognitif, la théorie de la justice procédurale, la théorie du poids de la dette, la théorie du « transfert de richesse » et la théorie de l'agence, a montré qu'il existe toujours un débat ouvert sur l'impact microéconomique et macroéconomique de ce modèle de financement.

- L'environnement économique s'avère être un déterminant clé de la dynamique du capital investissement au Maroc. Ce résultat réaffirme le constat dominant selon lequel l'activité économique est un facteur primordial de la dynamique du capital investissement et que les investisseurs en capital sont attirés par un environnement économique sain et stable.

- Le marché financier marocain est qualifié d'étroit avec un nombre limité de sociétés cotées, néanmoins les résultats de notre étude indiquent que la taille du marché des introductions en bourse a un impact sur la dynamique du capital investissement. La présence de voies de sortie alternatives et celle d'un marché boursier très liquide se sont avérées être des déterminants essentiels dans la dynamique du marché marocain de capital investissement.

- En ce qui concerne l'environnement réglementaire et institutionnel, nos résultats ne confirment pas l'impact statistiquement significatif attendu en théorie de ces deux environnements sur la dynamique du capital-investissement au Maroc.

- L'environnement entrepreneurial influence la dynamique du capital investissement, ce qui va dans le sens de la revue de la littérature qui soutient que les opportunités entrepreneuriales constituent des facteurs déterminants pour le développement du marché du capital investissement.

- Les recommandations de la recherche

Après avoir présenté les apports de cette étude, la présente thèse avance une série de recommandations que nous estimons opportunes pour tirer profit des atouts du financement par capital-investissement et contribuer à renforcer la dynamique du capital-investissement au Maroc.

- Le renforcement de l'environnement économique constitue un véritable catalyseur pour le marché marocain du capital-investissement. Cela implique une économie stable et saine avec un taux de croissance élevé, une faible inflation, un taux de change modéré et taux d'intérêt faibles.

- Le développement du marché financier représente la voie de sortie qui favorise l'entrée. Ainsi, afin de stimuler l'investissement en capital, il est nécessaire, tout d'abord, d'encourager la cotation des petites et moyennes entreprises et d'apporter les modifications légales et réglementaires nécessaires à cette fin. Ensuite, créer un marché secondaire pour l'échange de parts de capital dans les jeunes entreprises. Et enfin, il est nécessaire de mettre en place un marché secondaire pour les prises de participation d'occasion qui permet aux investisseurs de disposer de portefeuilles matures et moins risqués et qui renforce la liquidité des actions détenues dans les jeunes entreprises.
- L'importance et la nécessité de réformes progressives pour stimuler la dynamique du capital investissement au Maroc. Dès lors, des règles de fonctionnement clairement définies doivent être mises en place dans le secteur du capital-investissement au Maroc, afin de garantir la protection des acteurs du secteur et d'améliorer le fonctionnement du marché du capital-investissement.
- Sur le plan institutionnel, la bonne gouvernance est la base de la lutte contre la corruption. Car, la bonne gouvernance aide à instaurer la confiance, réduire des coûts de transaction et fournir les règles et la stabilité nécessaires aux entreprises de capital investissement pour développer leurs activités à long terme.
- Les décideurs politiques sont appelés à réduire le nombre de procédures administratives, perçues comme inutiles, et à en améliorer l'efficacité afin de stimuler la culture entrepreneuriale et de réduire les coûts et les risques. Il est également nécessaire d'améliorer l'accès à l'information pour les entrepreneurs et les investisseurs afin de les aider à comprendre les processus et les exigences.
- **Les limites de la recherche et suggestions pour les recherches futures**

En dépit de ses contributions, notre étude, comme tout autre travail de recherche, présente un certain nombre de limites qui sont susceptibles de fournir des pistes de recherche pour les travaux futurs.

La première est le manque de données historiques sur une longue période pour certaines variables. Les études à venir utiliseront de plus longues séries chronologiques. Toutefois, il est manifeste que trois ou cinq années supplémentaires de données ne changeraient probablement pas les conclusions de cette thèse.

Sur le plan méthodologique, une des limites de notre travail porte sur la démarche de recherche utilisée. À ce titre, et pour enrichir davantage la collecte de données (étant donnée la courte durée de notre série chronologique), nous pensons qu'il aurait été opportun de procéder à une phase exploratoire qualitative à l'aide d'un guide d'entretien, avant de commencer la recherche quantitative qui sera basée sur un questionnaire plutôt que sur des données secondaires.

Dans le cadre de cette thèse, le montant des fonds levés par les sociétés de capital-investissement au Maroc est utilisé comme un indicateur de la dynamique du marché du capital investissement au Maroc. On pourrait également utiliser le montant des investissements comme mesure de cette dynamique. En effet, cet indicateur refléterait plus fidèlement l'objet de notre étude, dans la mesure où il représente les investissements réels réalisés sur le marché marocain. Cependant, étant donné le manque de données sur les montants investis par les sociétés de capital investissement au Maroc, cette thèse utilise le montant des fonds levés comme indicateur, en accord avec Precup (2015), pour étudier les déterminants de la dynamique du marché marocain de capital investissement. Nous pouvons donc affirmer que pour les études futures, un indicateur intéressant à utiliser pour évaluer la dynamique du marché marocain du capital-investissement est la valeur des investissements réalisés par les fonds de capital-investissement.

Au niveau des variables explicatives, nous avons tenu à inclure la totalité des variables qui ont été retenues par la littérature sur notre sujet de recherche. Néanmoins, l'identification des déterminants de la dynamique du marché du capital-investissement demeure un champ de recherche qui fait encore émerger de nouvelles hypothèses et variables (notamment pour les pays en développement). Partant de cette constatation, des déterminants potentiels, tels que la confiance, la culture, les risques géopolitiques, les fonds de pension, le capital social, etc., pourraient faire l'objet de travaux de recherche futurs. Des recherches additionnelles seraient nécessaires pour vérifier si des déterminants supplémentaires spécifiques au contexte marocain existent.

Nous avons considéré les déterminants du marché du capital-investissement comme un ensemble cohérent. Cependant, les facteurs déterminants de l'investissement dans le secteur du capital-risque sont différents de ceux des autres parties du capital-investissement. Une

piste de recherche future consiste à comparer les déterminants du capital-risque à ceux des autres transactions de capital investissement.

À la lumière de ce qui précède, nous pouvons dire que le sujet de l'étude des enjeux et déterminants de la dynamique du marché du capital-investissement, en particulier dans le contexte du Maroc comme un pays africain et en développement, est encore largement peu étudié. Ainsi, cela constitue une opportunité pour la communauté scientifique, les investisseurs et les pouvoirs publics de mieux comprendre les enjeux et déterminants de la dynamique du marché marocain du capital investissement, étant donné l'impact manifeste du secteur sur l'accès au financement des entreprises, la croissance et la bonne gouvernance des entreprises, la promotion de l'entrepreneuriat et l'esprit d'entreprise, l'innovation, l'emploi et la croissance économique.

En guise de conclusion, le capital-investissement a contribué de manière significative au développement de nombreux secteurs économiques dans différents pays. Il représente le principal vecteur de promotion de l'esprit d'entreprise, de la création de nouvelles entreprises, de la croissance rapide des entreprises, de l'innovation et de la création d'emplois. Au Maroc, le secteur du capital-investissement est aujourd'hui dans sa phase d'ancrage et se trouve confronté à des défis importants et à multiples facettes (économiques, financiers, institutionnels, réglementaires et entrepreneuriaux). Néanmoins, le développement économique des 10 dernières années a influencé de nombreux secteurs de l'économie marocaine (transport, logistique, industrie automobile, start-ups, e-commerce, etc.). Ce qui constitue un contexte favorable au décollage du secteur du capital-investissement, à condition que les pouvoirs publics, les chefs d'entreprise et les investisseurs assument leur rôle et déploient tous les efforts nécessaires dans la bonne direction.

Table des figures

Figure 1 : La démarche de la thèse.....	16
Figure 2 : Capital investissement et cycle de vie de l'entreprise	26
Figure 3 : Le capital amorçage et financement du cycle de vie de l'entreprise	27
Figure 4 : Montage d'une opération de LBO avec endettement	31
Figure 5 : Principaux montages de LBO	32
Figure 6 : La structure duale du capital-investisseur.....	34
Figure 7 : Structure organisationnelle du marché de capital investissement	41
Figure 8 : La forme juridique des fonds au Maroc entre 2000 et 2019.....	60
Figure 9 : La nature des fonds au Maroc entre 2006 et 2019.....	61
Figure10 : Les montants investis et réinvestis au Maroc entre 2012 et 2019	62
Figure11 : Les montants levés (en MMAD) au Maroc entre 2012 et 2019	63
Figure12 : Les montants levés (MMAD) par type de fonds au Maroc entre 2006 et 2019	64
Figure 13 : Les montants levés par type d'investisseur entre 2000 et 2019.....	65
Figure14 : Les montants levés par nationalité des investisseurs entre 2000 et 2019.....	66
Figure 15 : La répartition des investissements par secteur d'activité entre 2000 et 2019.....	67
Figure 16 : La répartition des investissements par stade d'intervention entre 2006 et 2019 ...	68
Figure 17 : La répartition géographique des investissements entre 2000 et 2019	69
Figure18 : La répartition des investissements par taille des transactions	70
Figure 19 : La répartition des investissements par tranche de capital.....	71
Figure 20 : Désinvestissement en valeur par année et par période (en MMAD)	72
Figure 21 : Modes de désinvestissement (entre 2006 et 2019)	73
Figure 22 : La performance des désinvestissements entre 2000 et 2019	74
Figure23 : L'évolution de l'attractivité du Maroc pour capital investissement	78
Figure24 : Comparaison du Maroc aux autres pays africains	79
Figure25 : Impact du capital investissement sur l'emploi à moyen terme.....	96
Figure 26 : Fondements de la justice procédurale dans la relation entre le capital-investisseur et l'entreprise	106
Figure 28 : Canal de transmission du risque systémique du capital investissement à l'économie réelle par le système bancaire	116

Figure 28 : La structure du modèle d'analyse : les déterminants potentiels de la dynamique du capital-investissement au Maroc.....	173
Figure 29 : Résultat du test de CUSUM pour la stabilité des paramètres (variables économiques)	193
Figure 30 : Résultat du test de CUSUM pour la stabilité des paramètres (variables financières)	201
Figure 31 : Résultat du test de CUSUM pour la stabilité des paramètres (variables réglementaires)	209
Figure 32 : Résultat du test de CUSUM pour la stabilité des paramètres (variables institutionnelles)	216
Figure 33 : Résultat du test de CUSUM pour la stabilité des paramètres (variables entrepreneuriales)	224

Liste des tableaux

Tableau 1 : Les critères de sélection des opportunités d'investissement	45
Tableau 2 : Les raisons de la syndication.....	49
Tableau 3 : Représentation simplifiée du cycle d'investissement d'une	55
Tableau 4 : Détails des six facteurs clés d'attractivité du capital investissement	77
Tableau 5 : Comparaison du Maroc aux autres pays africains similaires	80
Tableau 6 : Typologie des apports d'un capital-investisseur	88
Tableau 7 : Les mécanismes de contrôle de la relation capital-investisseur/Entreprise	100
Tableau 8 : Les avantages de l'instauration de la confiance entre	103
Tableau 9 : Les coûts d'agence dans une relation capital-investisseur et entreprise	108
Tableau 10 : Positions épistémologiques des paradigmes positivistes,	147
Tableau 11 : Les considérations éthiques d'une recherche	152
Tableau 12 : La variable dépendante utilisée et la source de données	153
Tableau 13 : Description des variables économiques utilisées et sources de données	157
Tableau 14 : Description des variables financières utilisées et sources de données	161
Tableau 15 : Description des variables technologiques et entrepreneuriales	164
Tableau 16 : Description des variables juridiques et réglementaires	167
Tableau 17 : Description des variables institutionnelles utilisées.....	170
Tableau 18 : Résultats du test ADF de la stationnarité des séries.....	183
Tableau 19 : Résultats du test de multicollinéarité (variables économiques)	184
Tableau 20 : Résultats du test de cointégration aux bornes	185
Tableau 21 : Résultats de l'estimation du modèle à correction d'erreurs	186
Tableau 22 : Résultats de l'estimation de la relation de long terme	188
Tableau 23 : Résultats du test de causalité au sens Toda et Yamamoto	190
Tableau 24 : Résultats du test de normalité pour le modèle.....	191
Tableau 25 : Résultat du test d'autocorrélation (Breusch-Godfrey).....	191
Tableau 26 : Résultat du test d'hétéroscédasticité (Breusch-Pagan-Godfrey).....	192
Tableau 27 : Résultats du test d'ADF (variables financières).....	194
Tableau 28 : Résultats du test de multicollinéarité (variables financières).....	194
Tableau 29 : Résultats du test de cointégration aux bornes	195
Tableau 30 : Résultats de l'estimation du modèle à correction d'erreurs	196

Tableau 31 : Résultats de l'estimation de la relation de long terme	197
Tableau 32 : Résultats du test de causalité au sens de Toda et Yamamoto.....	199
Tableau 33 : Résultats du test de normalité pour le modèle estimé	200
Tableau 34 : Résultat du test d'autocorrélation (variables financières)	200
Tableau 35 : Résultat du test d'hétéroscédasticité (variables financières).....	201
Tableau 36 : Résultats du test d'ADF (variables réglementaires).....	202
Tableau 37 : Résultats du test de multicollinéarité.....	203
Tableau 38 : Résultats du test de cointégration aux bornes	204
Tableau 39 : Résultats de l'estimation du modèle à correction d'erreurs	204
Tableau 40 : Résultats de l'estimation de la relation de long terme	206
Tableau 41 : Résultats du test de causalité au sens de Toda et Yamamoto.....	207
Tableau 42 : Résultats du test de normalité pour le modèle.....	208
Tableau 43 : Résultat du test d'autocorrélation (variables réglementaires)	208
Tableau 44 : Résultat du test d'hétéroscédasticité (variables réglementaires).....	209
Tableau 45 : Résultats du test d'ADF (variables institutionnelles).....	210
Tableau 46 : Résultats du test de multicollinéarité.....	211
Tableau 47 : Résultats du test de cointégration aux bornes	212
Tableau 48 : Résultats de l'estimation de la relation de long terme et de court terme (variables institutionnelles).....	212
Tableau 49 : Résultats du test de causalité au sens de Toda et Yamamoto.....	214
Tableau 50 : Résultats du test de normalité pour le modèle estimé	215
Tableau 51 : Résultat du test d'autocorrélation (variables institutionnelles)	215
Tableau 52 : Résultat du test d'hétéroscédasticité (variables institutionnelles).....	216
Tableau 53 : Résultats du test d'ADF (variables entrepreneuriales).....	217
Tableau 54 : Résultats du test de multicollinéarité (V	218
Tableau 55 : Résultats du test de cointégration aux bornes	219
Tableau 56 : Résultats de l'estimation du modèle à correction d'erreurs	219
Tableau 57 : Résultats de l'estimation de la relation de long terme	220
Tableau 58 : Résultats du test de causalité au sens de Toda et Yamamoto.....	222
Tableau 59 : Résultats du test de normalité pour le modèle estimé	223
Tableau 60 : Résultat du test d'autocorrélation (variables entrepreneuriales)	223
Tableau 61 : Résultat du test d'hétéroscédasticité (variables entrepreneuriales).....	224
Tableau 62 : Résumé des résultats comparés aux hypothèses	225

Tableau 63 : Comparaison de nos résultats avec les résultats précédents de la littérature (déterminants économiques)	228
Tableau 64 : Comparaison de nos résultats avec les résultats précédents de la littérature (déterminants financiers).....	231
Tableau 65 : Comparaison de nos résultats avec les résultats précédents de la littérature (déterminants entrepreneuriaux)	235
Tableau 66 : Comparaison de nos résultats avec les résultats précédents de la littérature (déterminants réglementaires).....	237
Tableau 67 : Comparaison de nos résultats avec les résultats précédents de la littérature (déterminants institutionnels).....	240

Bibliographie

Ouvrages :

- Aylward, A. (1998). *Trends in capital finance in developing countries*. The World Bank.
- Battini, P. (1985). *Capital-risque : les règles du jeu*. Les Éditions de l'Organisation.
- Battini, P. (2005). *Financer son entreprise de la création à la transmission par le capital investissement*. Éditions Maxima.
- Battini, P., Copin, G. and Raugel, P-J. (1988) *Le Guide Pratique du Capital-risque*, Paris, Interedition. Collection L'Entreprise.
- Bouatouata, K.-D. (2005). *Le Capital investissement : enjeux et perspectives*. GAL Éditions.
- Brink, H. I. L. (1990). *Statistics for Nurses*. Academica.
- Brunetti, A., Kisunko, G., & Weder, B. (1997). *Institutional obstacles to doing business: region-by-region results from a worldwide survey of the private sector* (Vol. 1759). World Bank Publications.
- Charreaux, G. (1997). *Le gouvernement des entreprises, Théories et faits*. Economica, Paris.
- Charreaux, G., Couret, A., & Joffre, P. (1987). *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise* ». Paris, Economica, DL.
- Cihak, M., Demirgüç-Kunt, A., Feyen, E., & Levine, R. (2012). *Benchmarking financial systems around the world*. The World Bank.
- Doise, W., & Mugny, G. (1981). *Le développement social de l'intelligence*. FeniXX.
- Easterby-Smith, M., Thorpe, R., Jackson, P., & Lowe, A. (2008). *Management research : Theory and practice* (Vol. 101). Sage Publications Ltd.
- Gabriel, H., & Jacquier, J. L. (1994). *La théorie moderne de l'entreprise*. Paris, Economica.
- Gauthier, B. (2006). *Recherche sociale : De la problématique à la collecte des données*. 4e édition, Presses de l'Université du Québec. Québec, Canada.
- Girod-Séville, M., & Perret, V. (1999). *Considérations épistémologiques. Fondements épistémologiques de la recherche*. In R.-A. Thiétart, (et coll.), *Méthodes de Recherche en Management*, Coll. : « Gestion sup. » (p. 13-33). Dunod.
- Groh, A., Liechtenstein, H., & Lieser, K. (2011). *The global venture capital and private equity country attractiveness index*. In Universidad de Navarra. Instituto de Estudios Superiores de la Empresa.

- Gupta, S., Davoodi, H. R., & Tiongson, E. (2000). *Corruption and the provision of health care and education services*. En ligne : <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/001/2000/116/article-A001-en.xml>
- Hall, E. T., Hall, M. R., & Jacquemot, E. (1994). *Comprendre les Japonais*. Éditions du Seuil.
- Lachmann, J. (1999). *Capital-risque et capital-investissement*. Économica.
- Marshall, A., Sauvaire-Jourdan, F., & Bouyssy, F. S. (1906). *Principes d'économie politique* (p. 137). V. Giard & E. Brière.
- Mintzberg, H. (1986). *Le pouvoir dans les organisations*. Éditions d'Organisation. Les Éditions d'ARC inc. Paris, Montréal.
- Mishkin, F. S. (2007). *The economics of money, banking, and financial markets*. Pearson's education.
- Mohr, P. & Fourie, L. (2014). *Economics for South African Students*. (5th Ed), Van Schaik publishers. Hatfield, Pretoria.
- Mougenot, G. (2002). *Tout savoir sur le Capital Risque*. Gualino Editeur, Paris, Coll. City and York.
- North, D. C. (1990). *Institutions, institutional change and economic performance*. Cambridge university press.
- Perret, V, et Sévillem. (2003). *Fondements épistémologiques de la recherche*. In R. A. Thiétart (Éd.), *Méthodes de recherche en management* (p. 13-33). Dunod.
- Povaly, S. (2007). *Private equity exits: Divestment process management for leveraged buyouts*. Springer Science & Business Media.
- Remenyi, D., Williams, B., Money, A., & Swartz, E. (2003). *Doing Research in Business and Management : An Introduction to Process and Method*. SAGE Publications.
- Reypens, C., Rückert, D., & Delanote, J. (2020). *From starting to scaling: How to foster start-up growth in Europe*. <https://library.oapen.org/handle/20.500.12657/43435>.
- Romain, A., & Van Pottelsberghe, B. (2003). *The determinants of venture capital: a panel data analysis of 16 OECD countries* (Vol. 25). Institute of Innovation Research, Hitotsubashi University.
- Saunders, M., Lewis, P., & Thornhill, A. (2009). *Research Methods for Business Students*. Pearson Education.
- Schumpeter, J. A. (1939). *Business cycles* (Vol. 1, pp. 161-174). New York: McGraw-Hill.
- Séville M, P. V. (1999). *Fondements épistémologiques de la recherche, Méthodes de recherche en management, éds* (p. 24-33). R.-A. Thiétart, Dunod.

- Shleifer, A. et S. & L.H. (1988). *A Breach of trust in hostile takeovers, in Auerbach, A Corporate takeovers : Causes and consequences.*” University of Chicago Press.
- Stéphany, É. (2003). *La relation capital-risque/PME : fondements et pratiques.* De Boeck Supérieur.
- Thiétart, R. A. (2014). *Méthodes de recherche en management-4ème édition.* Dunod.
- Wacheux, F. (1996). *Méthodes qualitatives et recherche en gestion.* Économica.
- Weinstein, O., Williamson, D., & DE Transaction, F. E. C. (1995). *Les nouvelles théories de l'entreprise.* Librairie générale française, Paris.
- Welfens, P. J., & Ryan, C. (Eds.). (2011). *Financial market integration and growth: structural change and economic dynamics in the European union.* Springer Science & Business Media.
- Wood, M. J., & Ross-Kerr, J. (2010). *Basic Steps in Planning Nursing Research: From Question to Proposal: From Question to Proposal.* Jones & Bartlett Publishers.

Thèses et mémoires :

- Ammar, Y. (2011). *Le capital investissement en Algérie : État des lieux et contraintes.* In Mémoire de Magister en sciences économiques, UMMTO (Doctoral dissertation, Université de Bejaia).
- Azeroual, M. (2015). *Investissements directs étrangers et croissance économique au Maroc : impact selon le pays d'origine* (Doctoral dissertation, thèse de Doctorat en Sciences Economiques, FSJES Rabt-Agdal),
- Bernoulli, D. (1738). « *Théorie sur la mesure du risque* », Mémoires de l'Académie des Sciences de Pétersbourg.
- Bouamama, M. (2015). *Nouveaux défis du système de mesure de la performance : Cas des tableaux de bord* [Doctoral dissertation,]. Université de Bordeaux.
- Cerveaux, L. K. (2014). *Analyse de la pertinence du modèle de financement du capital investissement* [doctorale dissertation,]. Université de la Réunion.
- Gauthier, O. (2010). *Attentes et satisfaction des entrepreneurs à l'égard des contributions non financières offertes ou exigées par les sociétés de capital de risque* [doctorale dissertation,]. Université du Québec à Trois-Rivières.
- Haji, R. (2011). *Éducation, croissance économique et développement humain : le cas du Maroc.* Mémoire de maîtrise en science politique. Montréal, Université du Québec à Montréal, Montréal : Université du Québec à Montréal.

- Huy, V. T. (2011). *Les facteurs organisationnels et stratégiques de la performance des fonds de capital risque français* [Doctoral dissertation,]. Université Nancy 2.
- Iddir, H., & Idir, H. (2015). *Le rôle du capital investissement dans le financement des PME en Algérie* (Doctoral dissertation, Université Mouloud Mammeri).
- Ikhlef, L., & Fethoun, L. (2019). *Le capital investissement en Algérie : Cas « El Djazair Istithmar »* (Doctoral dissertation, Université Mouloud Mammeri).
- Juzènaïté, I. (2020). *Economic factors determining venture capital investments and raised funds in Europe* [Doctoral dissertation,]. ISM University of Management and Economics.
- Lounes, M. (2012). *Les principaux déterminants de la dynamique du capital-risque* [Doctoral dissertation,]. Université Paris-Est.
- M. Mammeri (2021). *L'apport des institutions dans la politique d'ouverture et de croissance économiques : Cas de l'Algérie*
- Ndlwana (2018). *Determinants of Private Equity Investments across the BRICS Countries*. [Doctoral dissertation,]. University of Johannesburg.
- Ouriemi, I. (2018). *Vers des approches dynamiques des marchés énergétiques : effet de la financiarisation* (Doctoral dissertation, Conservatoire national des arts et métiers-CNAM).
- Ozcaglar-Toulouse, N. (2005). *Apport du concept d'identité à la compréhension du comportement du consommateur responsable : Une application à la consommation des produits issus du commerce équitable* [Doctoral dissertation,]. Université du Droit et de la Santé-Lille II.
- Sridi, M. (2015). *Critères de décision d'investissement utilisés par les sociétés de capital-risque vis-à-vis des nouvelles propositions de financement : Cas appliqué aux SCR africaines* [Doctoral dissertation,]. Université du Québec à Trois-Rivières.
- Surineni, S. K. (2012). *Venture Capital and private equity in India : Systems analysis and development framework* [Doctoral dissertation,]. Massachusetts Institute of Technology.
- Surineni, S. K. (2012). *Venture Capital and private equity in India: systems analysis and development framework* (Doctoral dissertation, Massachusetts Institute of Technology).
- Van Lill, J. B., & Visser, D. (1998). *Quantitative methods in human resource management*. Unpublished Master's dissertation. Johannesburg: Rand Afrikaans University.
- Wang, X. (2015). *Private equity in China: an institutional comparative study* (Doctoral dissertation, Université Sorbonne Paris Cité).

Articles et revues :

- Acharya, V., Gottschalg, O., Hahn, M., & Kehoe, C. (2013). Corporate Governance and Value Creation : Evidence from Private Equity. *Review of Financial Studies*, 26(2), 368-402.
- Admati, A. R., & Pfleiderer, P. (1994). Robust financial contracting and the role of venture capitalists. *The Journal of Finance*, 49(2), 371-402.
- Aggarwal, R., & Goodell, J. W. (2014). Cross-national differences in access to finance : Influence of culture and institutional environments. *Research in International Business and Finance*, 31, 193-211.
- Agmon, T., & Messica, A. (2008). Venture capital funds, financial foreign direct investment and the generation of local comparative advantage in the technology sector in Israel. *Contributions to Political Economy*, 27(1), 57-72.
- Ahlstrom, D., & Bruton, G. D. (2006). Venture capital in emerging economies : Networks and institutional change. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30(2), 299-320.
- Alfaro, L., Chanda, A., Kalemli-Ozcan, S., & Sayek, S. (2004). FDI and economic growth: the role of local financial markets. *Journal of international economics*, 64(1), 89-112.
- Allard-Poesi, F., & Maréchal, C. (1999). Construction de l'objet de la recherche. *Méthodes de recherche en management*, 3, 34-57.
- Anyanwu, J. C. (2011). *Determinants of foreign direct investment inflows to Africa, 1980-2007* (pp. 1-32). Abidjan: African Development Bank Group.
- Apaza, C. (2008). La pertinence des « indicateurs mondiaux de la gouvernance » : Un débat scientifique en cours. *Revue française d'administration publique*, 3, 591-599.
- Arbache, J., Go, D., & Page, J. (2008). Is Africa's Economy at a Turning Point?, *World Bank Policy Research Working Paper* 4519.
- Armour, J., & Cumming, D. (2006). The legislative road to Silicon Valley. *Oxford Economic Papers*, 58(4), 596-635.
- Arqué-Castells, P. (2012). How venture capitalists spur invention in Spain: Evidence from patent trajectories. *Research Policy*, 41(5), 897-912.
- Aslan, H., & Kumar, P. (2011). Lemons or cherries growth opportunities and market temptations in going public and private. *J Financ Quant Anal*, 46, 489-526.
- Axelson, U., Strömberg, P., Jenkinson, T., & Weisbach, M. S. (2009). Leverage and pricing in buyouts : An empirical analysis. *EFA 2009 Bergen Meetings Paper*.

- Babarinde, O. (2012). The private equity market in Africa : Trends, opportunities, challenges, and impact. *The Journal of Private Equity*, 16(1), 56-73.
- Bacon, N. (2008). The effects of private equity and buy-outs on HRM in the UK and the Netherlands. *Human Relations*, 61(10), 1399-1433.
- Baker, M., & Gompers, P. A. (2003). The determinants of board structure at the initial public offering. *The Journal of Law and Economics*, 46(2), 569-598.
- Balboa, M., & Martí, J. (2001). The determinants of private equity fundraising in western Europe. *Available at SSRN* 269789.
- Baregheh, A., Rowley, J., & Sambrook, S. (2009). Toward a multidisciplinary definition of innovation. *Management Decision*.
- Barney, J. B., Busenitz, L., Fiet, J., & Moesel, D. (1994). The relationship between venture capitalists and managers in new firms : Determinants of contractual covenants. *Managerial Finance*.
- Barry, C. B. (1994). New directions in research on venture capital finance. *Financial management*, 3-15.
- Barry, C. B., Muscarella, C. J., Peavy Iii, J. W., & Vetsuypens, M. R. (1990). The role of venture capital in the creation of public companies : Evidence from the going-public process. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 447-471.
- Batjargal, B. (2007). Internet entrepreneurship : Social capital, human capital, and performance of Internet ventures in China. *Research policy*, 36(5), 605-618.
- Bauernschuster, S., Falck, O., & Heblich, S. (2010). Social capital access and entrepreneurship. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 76(3), 821-833.
- Baygan, G., & Freudenberg, M. (2000). The internationalization of venture capital activity in OECD countries: Implications for measurement and policy.
- Beck, T., & Demirguc-Kunt, A. (2006). Small and medium-size enterprises : Access to finance as a growth constraint.” *Journal of Banking & Finance*, 30(11), 2931-2943.
- Becker, J. M., Ringle, C. M., Sarstedt, M., & Völckner, F. (2015). How collinearity effect mixture regression results. *Marketing Letters*, 26(4), 643-659.
- Bedu, N., & Montalban, M. (2014). Analyzing the uneven development of private equity in Europe : Legal origins and diversity of capitalism. *Socio-Economic Review*, 12(1), 33-70.
- Behi, R., & Nolan, M. (1995). Ethical issues in research. *British Journal of Nursing*, 4(12), 712-716.

- Benali, M., & Ghalfiki, J. E. (2021). Access to venture capital in Africa: the role of public institutions and corporate governance. *International Journal of Business Performance Management*, 22(2-3), 257-272.
- Bengtsson, O. (2011). Covenants in venture capital contracts. *Management Science*, 57(11), 1926-1943.
- Bengtsson, O. (2013). Relational venture capital financing of serial founders. *Journal of Financial Intermediation*, 22(3), 308-334.
- Bengtsson, O., & Bernhardt, D. (2014). Different problems, same solution : Contract-specialization in venture capital. *J Econ Manag Strategy*, 23, 396-426.
- Bengtsson, O., & Sensoy, B. A. (2011). Investor abilities and financial contracting: Evidence from venture capital. *Journal of financial intermediation*, 20(4), 477-502.
- Bengtsson, O., & Sensoy, B. A. (2015). Changing the nexus : The evolution and renegotiation of venture capital contracts. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50(3), 349-375.
- Bennis, L., & Oudda, Y. (2021). Impact de la crise économique du Covid-19 sur les Entreprises Marocaines. *Revue Française d'Économie et de Gestion*, 2(3), 292-315.
- Bergadaà, M., & Nyeck, S. (1992). Recherche en marketing : Un état des controverses. *Recherche et Applications En Marketing, French Édition*, 7(3), 23-44.
- Bernoth, K., & Colavecchio, R. (2014). The macroeconomic determinants of private equity investment : A European comparison. *Applied Economics*, 46(11), 1170-1183.
- Bernoth, K., Colavecchio, R., & Sass, M. (2010). Drivers of private equity investment in CEE and Western European countries.
- Bernstein, S., Lerner, J., Sorensen, M., & Strömberg, P. (2017). Private equity and industry performance. *Management Science*, 63(4), 1198-1213.
- Bertoni, F., & Tykvová, T. (2015). Does governmental venture capital spur invention and innovation? Evidence from young European biotech companies. *Research Policy*, 44(4), 925-935.
- Bhattacharya, U., Borisov, A., & Yu, X. (2015). Firm mortality and natal financial care. *J Financ Quant Anal*, 50, 61-88.
- Black, B. S. et G. & R.J. (1999). Does Venture Capital Require an Active Stock Market? *Journal of Applied Corporate Finance*, 11(4), 36-48.
- Black, B. S., & Gilson, R. J. (1998). Venture capital and the structure of capital markets : Banks versus stock markets. *Journal of Financial Economics*, 47(3), 243-277.

- Bliss, R. T. (1999). A venture capital model for transitioning economies : The case of Poland. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 1(3), 241-257.
- Bloom, N., Sadun, R., & Van Reenen, J. (2015). Do private equity owned firms have better management practices? *American Economic Review*, 105(5), 442-46.
- Bonini, S., & Alkan, S. (2012). The political and legal determinants of venture capital investments around the world. *Small Business Economics*, 39(4), 997-1016.
- Botero, J. C., Djankov, S., Porta, R. L., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2004). The regulation of labor. *The Quarterly Journal of Economics*, 119(4), 1339-1382.
- Bottazzi, L., Da Rin, M., & Hellmann, T. (2008). Who are the active investors? : Evidence from venture capital. *Journal of Financial Economics*, 89(3), 488-512.
- Bottazzi, L., Da Rin, M., & Hellmann, T. (2009). What is the role of legal systems in financial intermediation? Theory and evidence. *Journal of Financial Intermediation*, 18(4), 559-598.
- Bottazzi, L., Da Rin, M., & Hellmann, T. (2016). The importance of trust for investment : Evidence from venture capital. *Review of Financial Studies*, 29(9), 2283-2318.
- Boucly, Q., Sraer, D., & Thesmar, D. (2011). Growth LBOs. *Journal of Financial Economics*, 102, 432-453.
- Bouklia, R., & Zatla, N. (2001). L'IDE dans le bassin Méditerranéen : ses déterminants et son effet sur la croissance économique. *Les cahiers du CREAD*, (55), 118-143.
- Bouoiyour, J. (2007). The determining factors of foreign direct investment in Morocco. *Savings and Development*, 91-106.
- Boyer, R. (2003). Les institutions dans la théorie de la régulation. *Cahiers d'économie politique/Papers in Political Economy*, (1), 79-101.
- Boyer, R. (2003). Les institutions dans la théorie de la régulation. *Cahiers d'économie politique/Papers in Political Economy*, (1), 79-101.
- Bozkaya, A., & Kerr, W. R. (2014). Labor regulations and European venture capital. *Journal of Economics & Management Strategy*, 23(4), 776-810.
- Bradley, D., Kim, I., & Krigman, L. (2015). Top VC IPO underpricing. *J Corp Financ*, 31, 186-202.
- Brandenburger, A. M., & Stuart Jr, H. W. (1996). Value based business strategy. *Journal of economics & management strategy*, 5(1), 5-24.
- Brander, J. A., Amit, R., & Antweiler, W. (2002). Venture-capital syndication : Improved venture selection vs. The value-added hypothesis. *Journal of Economics & Management Strategy*, 11(3), 4.

- Brindisi Jr, L. (1989). How to pay executives to think like corporate raiders. *Directors and Boards*, 13(2), 39-40.
- Brockner, J., Siegel, P. A., Daly, J. P., Tyler, T., & Martin, C. (1997). When trust matters : The moderating effect of outcome favorability. *Administrative Science Quarterly*, 558-583.
- Brown, R. L., Durbin, J., & Evans, J. M. (1975). Techniques for testing the constancy of regression relationships over time. *Journal of the Royal Statistical Society: Series B (Methodological)*, 37(2), 149-163.
- Bruining, H., Verwaal, E., & Wright, M. (2013). Private equity and entrepreneurial management in management buy-outs. *Small Business Economics*, April, 40(3), 591-605.
- Brunetti, A., & Weder, B. (1998). Investments and institutional uncertainty: a comparative study of different uncertainty measures. *Weltwirtschaftliches Archiv*, 134(3), 513-533.
- Bruton, G. D., & Ahlstrom, D. (2003). An institutional view of China's venture capital industry. *Journal of Business Venturing*, 18(2), 233-259.
- Bruton, G. D., Ahlstrom, D., & Puky, T. (2009). Institutional differences and the development of entrepreneurial ventures : A comparison of the venture capital industries in Latin America and Asia. *Journal of International Business Studies*, 40(5), 762-778.
- Bruton, G. D., Ahlstrom, D., & Singh, K. (2002). The impact of the institutional environment on the venture capital industry in Singapore. *Venture Capital*, 4(3), 197-218.
- Bruton, G. D., Fried, V. H., & Hisrich, R. D. (2000). CEO dismissal in venture capital-backed firms : Further evidence from an agency perspective. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 24(4), 69-77.
- Bruton, G., Manigart, S., Fried, V. H., & Sapienza, H. J. (2002). Venture capitalists in Asia: a comparison with the US and Europe.
- Buchner, A., Kaserer, C., & Wagner, N. (2014). Private Equity Funds: Valuation, Systematic Risk and Illiquidity. *ERN: Collecting*.
- Burdell, S. (2009). Private equity secondaries : Opening the liquidity tap. *Thunderbird International Business Review*, 51(6), 533-537.
- Bygrave, W. D. (1987). Syndicated investments by venture capital firms: A networking perspective. *Journal of Business Venturing*, 2(2), 139-154.
- Bygrave, W. D., & Hunt, S. (2007, February). For love or money? A study of financial returns on informal investments in businesses owned by relatives, friends, and strangers. In *REGIONAL FRONTIERS OF ENTREPRENEURSHIP RESEARCH*, LM Gillin, ed.,

- Melbourne: Swinburne University, 2007, presented at the AGSE Entrepreneurship Research Conference, Queensland University of Technology, Brisbane, Australia (pp. 2008-09).
- Carvell, S. A., Kim, J. Y., Ma, Q., & Ukhov, A. D. (2013). Economic and capital market antecedents of venture capital commitments (1960–2010). *International Entrepreneurship and Management Journal*, 9(2), 167-182.
- Caselli, S., Garcia-Appendini, E., & Ippolito, F. (2013). Contracts and returns in private equity investments. *Journal of Financial Intermediation*, 22(2), 201-217.
- Cassar, G. (2004). The financing of business start-ups.” *Journal of Business Venturing*, 19, 261-283.
- Celikyurt, U., Sevilir, M., & Shivdasani, A. (2012). Venture capitalists on boards of mature public firms. *The Review of Financial Studies*, 27(1), 56-101.
- Chahine, S., & Goergen, M. (2011a). The two side of CEO option grants at the IPO. *J Corp Financ*, 17, 1116-1131.
- Chakrabarti, A. (2001). The determinants of foreign direct investments: Sensitivity analyses of cross-country regressions. *kyklos*, 54(1), 89-114.
- Charreaux, G. (1987). La théorie positive de l’agence : une synthèse de la littérature. *De nouvelles théories pour gérer l’entreprise*, 19-55.
- Charreaux, G. (1998). Le rôle de la confiance dans le système de gouvernance des entreprises. *Économies et Sociétés*, 32, 47-66.
- Charreaux, G. (2000). La théorie positive de l’agence : positionnement et apports. *Revue d’économie industrielle*, 92(1), 193-214.
- Charreaux, G., & Desbrières, P. (1998). Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale. *Finance contrôle stratégie*, 1(2), 57-88.
- Chemmanur, T. J., Krishnan, K., & Nandy, D. K. (2011). How does venture capital financing improve efficiency in private firms? A look beneath the surface. *Rev Financ Stud*, 24, 4037-4090.
- Chen, A. (2012). What do Private Equity Investors Actually Do? En ligne : <https://www.interviewprivateequity.com/what-do-private-equity-investors-do/>.
- Chen, G., Kang, J. K., Kim, J. M., & Na, H. S. (2014). Sources of value gains in minority equity investments by private equity funds : Evidence from block share acquisitions. *J Corp Financ*, 29, 449-474.
- Chen, H., Gompers, P. A., Kovner, A., & Lerner, J. (2010). Buy local? The geography of venture capital. *Journal of Urban Economics*, 67(1), 90-102.

- Cherif, M., & Gazdar, K. (2009). Public institutions and venture capital in Europe : A cross-country panel data analysis. *International Journal of Public Sector Performance Management*, 1(3), 275-294.
- Cherif, M., & Gazdar, K. (2011). What drives venture capital investments in Europe? New results from a panel data analysis. *Journal of Applied Business and Economics*, 12(3), 122-139.
- Chevalier, J. et S. & D. (1996). Capital-Market Imperfections and Countercyclical Markups : Theory and Evidence.” *American Economic Review, American Economic Association*, 86(4), 703-725.
- Chocce, G. R. (2003). Necessary conditions for venture capital development in Latin America : The Chilean case. *International Journal of Entrepreneurship and Innovation Management*, 3(1-2), 139-150.
- Colombo, M. G., Cumming, D. J., & Vismara, S. (2016). Governmental venture capital for innovative young firms. *The Journal of Technology Transfer*, 41(1), 10-24.
- Conroy, R. M., & Harris, R. S. (2007). How good are private equity returns? *Journal of Applied Corporate Finance*, 19(3), 96-108.
- Conti, A., Thursby, J., & Thursby, M. (2013). Patents as signals for start-ups financing. *The Journal of Industrial Economics*, 61(3), 592-622.
- Copain, G. (1986). Capital risque en France, un mode ou une institution. *Revue de financier*.
- Cornelli, F., & Karakaş, O. (2008). Private equity and corporate governance : Do LBOs have more effective boards? *AFA 2009 San Francisco Meetings Paper*.
- Cornelli, F., Kominek, Z., & Ljungqvist, A. (2013). Monitoring managers : Does it matter? *The Journal of Finance*, 68(2), 431-481.
- Cressy, R., Munari, F., & Malipiero, A. (2007). Playing to their strengths? Evidence that specialization in the private equity industry confers competitive advantage. *Journal of Corporate Finance*, 13(4), 647-669.
- Cumming, D. J., & MacIntosh, J. G. (2006). Crowding out private equity : Canadian evidence. *Journal of Business Venturing*, 21(5), 569-609.
- Cumming, D., & Li, D. (2013). Public policy, entrepreneurship, and venture capital in the United States. *Journal of Corporate Finance*, 23, 345-367.
- Cumming, D., Fleming, G., Johan, S., & Takeuchi, M. (2012). Legal protection, corruption and private equity returns in Asia. In *Entrepreneurship, Governance and Ethics* (p. 173-193). Springer.

- Cummings, L. L., & Bromiley, P. (1996). The organizational trust inventory (OTI). Trust in organizations. *Frontiers of Theory and Research*, 302(330), 39-52.
- Da Rin, M., Nicodano, G., & Sembenelli, A. (2006). Public policy and the creation of active venture capital markets. *Journal of Public Economics*, 90(8-9), 1699-1723.
- Das, S. R., Jo, H., & Kim, Y. (2011). Polishing diamonds in the rough: The sources of syndicated venture performance. *Journal of Financial Intermediation*, 20(2), 199-230.
- Davis, S. (2009). Private Equity, Jobs and Productivity. *Globalization of Alternative Investments Working Papers*, 2, 27-43.
- Davis, S. J., Haltiwanger, J., Handley, K., Jarmin, R., Lerner, J., & Miranda, J. (2014). Private equity, jobs, and productivity. *American Economic Review*, 104(12), 3956-90.
- De Carolis, D. M., & Saporito, P. (2006). Social capital, cognition, and entrepreneurial opportunities : A theoretical framework. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 30(1), 41-56.
- De Clercq, D., & Sapienza, H. J. (2001). The creation of relational rents in venture capitalist-entrepreneur dyads. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 3(2), 107-127.
- De Cleyn, S. H., & Braet, J. (2007). The Due Diligence Process—Guiding Principles for Early Stage Innovative Products and Venture Capital Investments. *The Journal of Private Equity*, 10(3), 43-51.
- Degeorge, F., Martin, J., & Phalippou, L. (2016). On secondary buyouts. *J Financ Econ*, 120, 124-145.
- Desbrières Ph, C. G. (1998). Gouvernance des entreprises : Valeur partenariale contre valeur actionnariale. *Finance Contrôle Stratégie*, 1(2), 57-88.
- Desbrières, P. (2001). Le capital-investissement. *Banque & Marchés*, 51, 40-45.
- Diamane, M., & Koubaa, S. (2017). Financement des entreprises innovantes au Maroc État des lieux. *REVUE DE L'ENTREPRENEURIAT ET DE L'INNOVATION*, 1(3).
- Diamond, D. W. (1984). Financial intermediation and delegated monitoring. *The Review of Economic Studies*, 51(3), 393-414.
- Diamond, D. W. et D. & P.H. (1983). Bank runs, deposit insurance, and liquidity. *Journal of Political Economy*, 91(3), 401-419.
- Dickey, D. A., & Fuller, W. A. (1979). Distribution of the estimators for autoregressive time series with a unit root. *Journal of the American statistical association*, 74(366a), 427-431.

- Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship theory or agency theory : CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), 49-64.
- Dupuch, S., & Milan, C. (2005). Les déterminants des investissements directs européens dans les Pays d'Europe Centrale et Orientale. *L'Actualité économique*, 81(3), 521-534.
- Dutta, S., & Folta, T. (2016). A comparison of the effect of angels and venture capitalists on innovation and value creation. *J Bus Ventur*, 31, 39-54.
- Economist, T. (2017). *A growth engine : Trends and outcomes of private equity in Africa*.
- El hssini, S., et Bentahar, M. (2016). Le Capital-Risque : mode de financement des start-ups innovantes. *Finance & Finance Internationale*, (1).
- El Yamlaoui, I. (2019). Le financement de l'innovation par le Capital-Risque : Cas du Maroc. *Revue Économie & Kapital*, (15).
- Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.
- Farag, H., Hommel, U., Witt, P., & Wright, M. (2004). Contracting, monitoring, and exiting venture investments in transitioning economies : A comparative analysis of Eastern European and German markets. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 6(4), 257-282.
- Félix, E. G. S., Pires, C. P., & Gulamhussen, M. A. (2013). The determinants of venture capital in Europe—Evidence across countries. *Journal of Financial Services Research*, 44(3), 259-279.
- Fenn, G. W., Liang, N., & Prowse, S. (1997). The private equity market : An overview. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 6(4), 1-106.
- Fleming, G. (2004). Venture capital returns in Australia. *Venture Capital*, 6(1), 23-45.
- Folger, R., & Bies, R. J. (1989). Managerial responsibilities and procedural justice. *Employee Responsibilities and Rights Journal*, 2(2), 79-90.
- Folger, R., & Konovsky, M. A. (1989). Effects of procedural and distributive justice on reactions to pay raise decisions. *Academy of Management Journal*, 32(1), 115-130.
- Fonseca, R., Lopez-Garcia, P., & Pissarides, C. A. (2001). Entrepreneurship, start-up costs and employment. *European Economic Review*, 45(4-6), 692-705.
- Fried, V. H., & Hisrich, R. D. (1994). Toward a model of venture capital investment decision-making. *Financial management*, 28-37.
- Froehlicher, T. (1998). Les liens sociaux entre dirigeants et le déclenchement de la coopération interentreprises. *Finance Contrôle Stratégie*.
- Funds, B. (2007). Theory and Evidence.” *ECGI-Finance Working Paper*, (174).

- Gabrié, H., & Jacquier, J. L. (1994). *La théorie moderne de l'entreprise*. Économica.
- Gabrielsson, J., & Huse, M. (2002). The venture capitalist and the board of directors in SMEs: roles and processes. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 4(2), 125-146.
- Ganesan, S., & Hess, R. (1997). Dimensions and levels of trust : Implications for commitment to a relationship. *Marketing Letters*, 8(4), 439-448.
- Gaspar, J. M., & Daures-Lescourret, L. (2009). Liquidity externalities and buyout delisting activity. *Available at SSRN 1440330*.
- George, G., Wiklund, J., & Zahra, S. A. (2005). Ownership and the Internationalization of Small Firms. *Journal of Management*, April, 31(2), 210-233.
- Gerasymenko, V., De Clercq, D., & Sapienza, H. J. (2015). Changing the business model : Effects of venture capital firms and outside CEOs on portfolio company performance. *Strategic Entrepreneurship Journal*, 9(1), 79-98.
- Ghura, D., & Goodwin, B. (2000). Determinants of private investment : A cross-regional empirical investigation. *Applied Economics*, 32(14), 1819-1829.
- Gilliland, S. W. (1993). The perceived fairness of selection systems : An organizational justice perspective. *Academy of Management Review*, 18(4), 694-734.
- Gompers, P. A. (1995). Optimal investment, monitoring, and the staging of venture capital. *The Journal of Finance*, 50(5), 1461-1489.
- Gompers, P. A., & Lerner, J. (1999). What drives venture capital fundraising? *National bureau of economic research*.
- Gompers, P. A., & Lerner, J. (2001). The venture capital revolution. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 145-168.
- Gompers, P. A., Mukharlyamov, V., & Xuan, Y. (2014). The cost of friendship. *J Financ Econ*, 119, 626-644.
- Gompers, P., & Lerner, J. (1998). Venture capital distributions : Short-run and long-run reactions. *The Journal of Finance*, 53(6), 2161-2183.
- Gompers, P., Kovner, A., Lerner, J., & Scharfstein, D. (2008). Venture capital investment cycles : The impact of public markets. *Journal of Financial Economics*, 87(1), 1-23.
- Gorton, G., & Winton, A. (2003). Financial intermediation. In *Handbook of the Economics of Finance* (Vol. 1, p. 431-552). Elsevier.
- Gospel, H., Haves, J., Pendleton, A., Vitols, S., & Wilke, P. (2010). The impact of investment funds on restructuring practices and employment levels. *Luxembourg, Publications*

Office of the European Union A. Muzio, AA Pisano: *L'impatto economico del private equity nel made in Italy*.

- Granovetter, M. (1973). The Strength Of Weak Ties. *American Journal of Sociology*, 78(6), 1360-1380.
- Graves S.B, W. S. A. (1997). The Corporate Social Performance-Financial Performance Link. *Strategic Management Journal*, 18(4), 303-319.
- Gregory, D. (2013). Private equity and financial stability. *Bank of England Quarterly Bulletin*, 53(1), 38-47.
- Griliches, Z. (1990). Patent Statistics as Economic Indicators : A Survey. *Journal of Economic Literature*, 1661-1707.
- Grilli, L., Latifi, G., & Mrkajic, B. (2019). Institutional determinants of Venture Capital Activity : An empirically driven literature review and a research agenda. *Journal of Economic Surveys*, 33(4), 1094 1122.
- Groh, A. P., & Liechtenstein, H. (2011). International allocation determinants for institutional investments in venture capital and private equity limited partnerships. *International Journal of Banking, Accounting and Finance*, 3(2-3), 176-206.
- Groh, A. P., & Wallmeroth, J. (2016). Determinants of venture capital investments in emerging markets. *Emerging Markets Review*, 29, 104-132.
- Groh, A., Liechtenstein, H., Lieser, K., & Biesinger, M. (2021). The venture capital and private equity country attractiveness index 2018. *IEESE Business School, University of Navarra*.
- Guerini, M., & Quas, A. (2016). Governmental venture capital in Europe : Screening and certification. *Journal of Business Venturing*, 31(2), 175-195.
- Guéry-Stévenot, A. (2006). Conflits entre investisseurs et dirigeants. *Revue française de gestion*, 5, 157-180.
- Guler, I., & Guillén, M. F. (2010). Institutions and the internationalization of US venture capital firms. *Journal of International Business Studies*, 41(2), 185-205.
- Guo, D., & Jiang, K. (2013). Venture capital investment and the performance of entrepreneurial firms: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 22, 375-395.
- Guo, S., Hotchkiss, E. S., Song, W., Cohn, J. B., Mills, L. F., & Towery, E. M. (2011). Do buyouts (still) create value? *J Financ*, 66, 479-517.
- Gupta, S., Davoodi, H., & Alonso-Terme, R. (2002). Does corruption affect income inequality and poverty? *Economics of governance*, 3(1), 23-45.

- Haeussler, C., Harhoff, D., & Mueller, E. (2014). How patenting informs VC investors—The case of biotechnology. *Research Policy*, 43(8), 1286-1298.
- Hain, D., Johan, S. and Wang, & D. (2016). Determinants of cross-border venture capital investments in emerging and developed economies : The effects of relational and institutional trust. *Journal of Business Ethics*, 138(4), 743-764.
- Hair, J.F., Anderson, R.E., Tatham, R.L. and Black, W.C. (1995) *Multivariate Data Analysis with Readings*, Prentice, Englewood
- Harris, R., & Sollis, R. (2003). *Applied time series modeling and forecasting*. Wiley.
- Hartmann-Wendels, T., Keienburg, G., & Sievers, S. (2011). Adverse selection, investor experience and security choice in venture capital finance : Evidence from Germany. *European Financial Management*, 17(3), 464-499.
- Haydaroğlu, C. (2015). The relationship between property rights and economic growth: an analysis of OECD and EU countries. *DANUBE: Law, Economics and Social Issues Review*, 6(4), 217-239.
- Hellmann, T., & Puri, M. (2002). Venture capital and the professionalization-of-start-up firms : Empirical evidence. *The Journal of Finance*, 57(1), 169-197.
- Heinz, W. J. (2000). The institutional environment for multinational investment. *The Journal of Law, Economics, and Organization*, 16(2), 334-364.
- Heughebaert, A., & Manigart, S. (2012). Firm valuation in venture capital financing rounds : The role of investor bargaining power. *Journal of Business Finance & Accounting*, 39(3-4), 500-530.
- Heyer, É., Plane, M., & Timbeau, X. (2012). *Emploi : Le marché du travail est-il trop rigide ?*
En ligne : <https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/ebook/ebook124.pdf>.
- Hochberg, Y. V. (2012). Venture capital and corporate governance in the newly public firm. *Rev Financ*, 16, 429-480.
- Hochberg, Y. V., Lindsey, L. A., & Westerfield, M. M. (2015). Resource accumulation through economic ties : Evidence from venture capital. *J Financ Econ*, 118, 245-267.
- Hoenig, D., & Henkel, J. (2015). Quality signal? The role of patents, alliances, and team experience in venture capital financing. *Research Policy*, 44(5), 1049-1064.
- Hopkins, W. G. (2000). Quantitative research design. *Sports science*, 4(1), 1-8.
- Hopp, C., & Lukas, C. (2013). A signaling perspective on partner selection in venture capital syndicates. *Entrepr Theory Prac*, 38, 635-670.

- Horii, R., & Iwaisako, T. (2007). Economic growth with imperfect protection of intellectual property rights. *Journal of Economics*, 90(1), 45-85.
- Hotchkiss, E. S., Strömberg, P., & Smith, D. C. (2012, October). Private equity and the resolution of financial distress. In *AFA 2012 Chicago Meetings Paper, ECGI-Finance Working Paper* (No. 331).
- Hsu, H. C. S. (2013). Technology timing of IPOs and venture capital incubation. *Journal of Corporate Finance*, 19, 36-55.
- Huntington, S. (1968). Political Order in Changing Societies. En Ligne : http://www.brandonkendhammer.com/politics_of_development/wp-content/uploads/2018/09/Huntington-1968.pdf
- Ilkay, S., Aydogan, K. et A., & L. (2006). Interdependence of the banking sector and the real sector : Evidence from OECD countries.” *Applied Economic*, 40(6), 749-764.
- Ippolito, R. A., & James, W. H. (1992). LBOs, reversions and implicit contracts. *The Journal of Finance*, 47(1), 139-167.
- Isenberg, D. J. (2010). How to start an entrepreneurial revolution. *Harvard Business Review*, 88(6), 40-50.
- Jeng, L. A., & Wells, P. C. (2000). The determinants of venture capital funding : Evidence across countries. *Journal of Corporate Finance*, 6(3), 241-289.
- Jenkinson, T., & Sousa, M. (2015). What determines the exit decision for leveraged buyouts? *J Bank Financ*, 59, 399-408.
- Jensen, M. C. (1989). Eclipse of the Public Corporation, 67 *Harv. Bus. Rev*, 61, 66-68.
- 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.
- Jensen, M. et S. & C.W. (1985). Stockholder, Manager, and Creditor Interests : Application of Agency Theory.” In A. E.I. & M. G. Subrahmanyam (Éds.), *Recent Advances in Corporate Finance* (p. 93-131). Irwin.
- Joffre, P. (1999). L'économie des coûts de transaction ou le marché et l'entreprise à la fin du XXe siècle. *KÆNIGG.(éd.), De nouvelles théories pour gérer l'entreprise du XXIe siècle, Economica, Paris*, 143-170.
- Johansen, S. (1995). Identifying restrictions of linear equations with applications to simultaneous equations and cointegration. *Journal of econometrics*, 69(1), 111-132.
- Johnson, B. (2001). Toward a new classification of non-experimental quantitative research. *Educational Researcher*, 30(2), 3-13.

- Kandiero, T., & Chitiga, M. (2006). Trade openness and foreign direct investment in Africa : Economics. *South African Journal of Economic and Management Sciences*, 9(3), 355-370.
- Kaplan, S. (1989). Management Buyouts : Evidence on Taxes as a Source of Value.” *Journal of Finance*, 24(2), 217-254.
- Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2000). How do venture capitalists choose investments. *Working Paper, University of Chicago*, 121, 55-93.
- Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2003). Financial contracting theory meets the real world : An empirical analysis of venture capital contracts. *The Review of Economic Studies*, 70(2), 281-315.
- Kaplan, S. N., & Stromberg, P. (2009). Leveraged buyouts and private equity. *Journal of economic perspectives*, 23(1), 121-46.
- Karsai, J., Wright, M., Dudzinski, Z., & Morovic, J. (1998). Screening and valuing venture capital investments : Evidence from Hungary, Poland and Slovakia. *Entrepreneurship & Regional Development*, 10(3), 203-224.
- Kaserer, C. (2011). Return attribution in mid-market buy-out transactions–new evidence from Europe. Available at SSRN 1946110. En ligne : https://www.hvca.hu/wp-content/uploads/2012/01/Return.Atribution.PE_.kaserer.pdf
- Kaufmann, D., Kraay, A., & Mastruzzi, M. (2009). Governance matters VIII: aggregate and individual governance indicators, 1996-2008. *World Bank Policy Research Working Paper*, 4978.
- Kawulich, B. (2012). Collecting data through observation. *Doing social research: A global context*, 6(12), 150-160.
- Kelly, R. (2012). Drivers of Private Equity Investment Activity, Are Buyout and Venture Investors Really So Different? *Venture Capital*, 14(4), 309-330.
- Kim, D. H., Lin, S. C., & Chen, T. C. (2016). Financial structure, firm size and industry growth.” *International Review of Economics and Finance*, 41, 23-39.
- Klonowski, D. (2006). Venture capital as a method of financing enterprise development in Central and Eastern Europe. *International Journal of Emerging Markets*.
- Knight, R. M. (1994). Criteria used by venture capitalists: a cross-cultural analysis. *International Small Business Journal*, 13(1), 26-37.
- Kolb J, T.´ T. (2016). Going public via special purpose acquisition companies : Frogs do not turn into princes. *J Corp Financ*, 40, 80-96.

- Korteweg, A., & Sorensen, M. (2017). Skill and luck in private equity performance. *Journal of Financial Economics*, 124(3), 535-562.
- Kortum, S., & Lerner, J. (2000). Assessing the contribution of venture capital to innovation. *The RAND Journal of Economics*, 31(4), 674-692.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2008). The economic consequences of legal origins. *Journal of Economic Literature*, 46(2), 285-332.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3-27.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). Legal determinants of external finance. *The journal of finance*, 52(3), 1131-1150.
- Lahr, H., & Mina, A. (2016). Venture capital investments and the technological performance of portfolio firms. *Research Policy*, 45(1), 303-318.
- Lambert, R. A., & Weigelt K, L. D. (1991). How Sensitive is Executive Compensation to Organizational Size? *Strategic Management Journal*, 12(5), 395-402.
- Lee, N., Sameen, H., & Cowling, M. (2015). Access to finance for innovative SMEs since the financial crisis. *Research Policy*, 44(2), 370-380.
- Leeds, R., & Sunderland, J. (2003). Private equity investing in emerging markets. *Journal of Applied Corporate Finance*, 15(4), 111-119.
- Leff, N. H. (1964). Economic Development Through Bureaucratic Corruption. *American Behavioral Scientist*, 8(3), 8-14.
- Leleux, B., & Surlemont, B. (2003). Public versus private venture capital: Seeding or crowding out? A pan-European analysis. *Journal of Business Venturing*, 18(1), 81-104.
- Lepetit, J. F. (2018). La prévention du risque systémique. *Annales des Mines-Realites industrielles*, 3, 65-69.
- Lerner, J. (1994a). The syndication of venture capital investments. *Financial management*, 16-27.
- Lerner, J. (1994b). Venture capitalists and the decision to go public. *Journal of financial Economics*, 35(3), 293-316.
- Lerner, J. (2000). Assessing the contribution of venture capital. *The RAND Journal of Economics*, 31(4), 674-692.
- Lerner, J. (2011). The Future of Private Equity. *European Financial Management*, June, 17(3), 423-435.

- Lerner, J., & Schoar, A. (2005). Does legal enforcement affect financial transactions? The contractual channel in private equity. *The Quarterly Journal of Economics*, 120(1), 223-246.
- Lerner, J., & Tåg, J. (2013). Institutions and venture capital. *Industrial and Corporate Change*, 22(1), 153-182.
- Lerner, J., Sorensen, M., & Strömberg, P. (2011). Private equity and long-run investment : The case of innovation. *The Journal of Finance*, 66(2), 445-477.
- Lewellen, W. et R. & D. (2000). After the buyout. The long view.” *Advances in Financial Economics*, 5, 185-206.
- Li, Y., & Zahra, S. A. (2012). Formal institutions, culture, and venture capital activity : A cross-country analysis. *Journal of Business Venturing*, 27(1), 95-111.
- Ljungqvist, A., Richardson, M., & Wolfenzon, D. (2020). The investment behavior of buyout funds: Theory and evidence. *Financial Management*, 49(1), 3-32.
- Lockett, A. (2008). The export intensity of venture capital-backed companies. *Small Business Economics*, 31(1), 39-58.
- Lockett, A. (2008). The export intensity of venture capital-backed companies. *Small Business Economics*, June, 31(1), 39-58.
- Lockett, A., & Wright, M. (2001). The syndication of venture capital investments. *Omega*, 29(5), 375-390.
- Loubelo, D. B. (2019). Corruption et investissement privé dans les pays de la Communauté économique et monétaire de l’Afrique centrale (CEMAC). *Annale des Sciences Economiques et de Gestion*, 18(2).
- Lutz, E., & George, G. (2012). Venture Capitalists’ Role in New Venture Internationalization. *The Journal of Private Equity*, 16(1), 26-41.
- MacMillan, I. C., Siegel, R., & Narasimha, P. S. (1985). Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals. *Journal of Business venturing*, 1(1), 119-128.
- MacMillan, I. C., Zemann, L., & Subbanarasimha, P. N. (1987). Criteria distinguishing successful from unsuccessful ventures in the venture screening process. *Journal of business venturing*, 2(2), 123-137.
- Malik, K., & Dhankar, R. S. (2017). The Relationship among Private Equity, Inflation, and Economic Growth. *The Journal of Private Equity*, 20(3), 60-67.
- Masulis, R. W., & Nahata, R. (2011). Venture capital conflicts of interest: Evidence from acquisitions of venture-backed firms. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(2), 395-430.

- Mauro, P. (1995). Corruption and growth. *The Quarterly Journal of Economics*, 110(3), 681-712.
- Merton, R. (1987). A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information. *Journal of Finance*, 42(3), 483-510.
- Meuleman, M., Amess, K., Wright, M., & Scholes, L. (2009). Agency, Strategic Entrepreneurship, and the Performance of Private Equity-Backed Buyouts. *Entrepreneurship Theory and Practice*, January, 33(1), 213-239.
- Meyer, T. (2006). Venture capital in Europe : Spice for European Economies.” *The Journal of Financial Transformation*, 18, 61-69.
- Milanov, H., & Shepherd, D. A. (2013). The importance of the first relationship : The ongoing influence of initial network on future status. *Strategic Management Journal*, 34(6), 727-750.
- Milenković, N., Andrašić, J., & Zulfiu, V. (2015). The determinants and role of venture capital and private equity development in sustainable development. *Strategic Management*, 20(3), 67-78.
- Mo, P. H. (2001). Corruption and economic growth. *Journal of Comparative Economics*, 29(1), 66-79.
- Mollica, M., & Zingales, L. (2007). The impact of venture capital on innovation and the creation of new businesses. *Unpublished working paper, University of Chicago*.
- MONTEILS, M. Éducation et croissance économique : test du modèle de Lucas [1988].
- Morisset, J. (2000). *Foreign direct investment in Africa: policies also matter* (Vol. 2481). World Bank Publications.
- Muneer, S., Tufail, M. S., Jamil, K., & Zubair, A. (2017). Impact of Capital Market Expansion on Company's Capital Structure. *NFC IEFER Journal of Engineering and Scientific Research*, 5.
- Muzyka, D., Birley, S., & Leleux, B. (1996). Trade-offs in the investment decisions of European venture capitalists. *Journal of business venturing*, 11(4), 273-287.
- Najmi, A. (2019). The Determinants of Venture Capital Funding in G7 Countries. En ligne : <https://ruor.uottawa.ca/bitstream/10393/39195/1/Abouzar%20Najmi.pdf>
- Ndlwana, G., & Botha, I. (2018). Determinants of Private Equity Investments across the BRICS Countries. *The Journal of Private Equity*, 21(4), 18-28.
- Ning, Y., Wang, W., & Yu, B. (2015). The driving forces of venture capital investments. *Small Business Economics*, 44(2), 315-344.

- Oni, O. (2017). Determinants of Venture Capital Supply in Sub-Saharan Africa. *Journal of Economics and Behavioral Studies*, 9(4 (J)), 87-97.
- Ozmel, U., Reuer, J. J., & Gulati, R. (2013). Signals across multiple networks: How venture capital and alliance networks effect interorganizational collaboration. *Academy of Management Journal*, 56(3), 852-866.
- Ozmel, U., Robinson, D. T. & Stuart, T. E. (2013). Strategic alliances, venture capital, and exit decisions in early stage high-tech firms. *Journal of Financial Economics*, 107(3), 655-670.
- Paglia, J. K. & Harjoto, M. A. (2014). The effects of private equity and venture capital on sales and employment growth in small and medium-sized businesses. *Journal of Banking & Finance*, 47, 177-197.
- Pesaran, H. H. & Shin, Y. (1998). Generalized impulse response analysis in linear multivariate models. *Economics letters*, 58(1), 17-29.
- Pesaran, M. H. and Pearson, B., 1997, Microfit 4.0 Interactive Econometric Analysis (Oxford: Oxford University Press).
- Pesaran, M. H. and Shin, Y. (1999). An autoregressive distributed lag modelling approach to cointegration analysis. *Econometrics and Economic Theory in the 20th century: The Ragnar Frisch Centennial Symposium (Ed). S. Storm, Cambridge University Press, Cambridge*, pp. 1–33.
- Pesaran, M. H., Shin, Y., & Smith, R. J. (2001). Bounds testing approaches to the analysis of level relationships. *Journal of applied econometrics*, 16(3), 289-326.
- Pesaran, M. H., Shin, Y., & Smith, R. J. (2001). Bounds testing approaches to the analysis of level relationships. *Journal of applied econometrics*, 16(3), 289-326.
- Petkova, A. P., Wadhwa, A., Yao, X., & Jain, S. (2014). Reputation and decision-making under ambiguity: A study of US venture capital firms' investments in the emerging clean energy sector. *Academy of Management Journal*, 57(2), 422-448.
- Philippart, P. (2005). Le dialogique contrat-confiance dans la gestion des alliances interentreprises. Une illustration dans l'industrie automobile. *Finance Contrôle Stratégie*, 8(4), 177-203.
- Pilat, D. (1996). Competition, productivity and efficiency. *OECD Economic Studies*, 27(2), 107-46.
- Popov, A. A., & Roosenboom, P. (2008). On the real effects of private equity investment: Evidence from new business creation. In *EFA 2008 Athens Meetings Paper*.

- Popov, A., & Roosenboom, P. (2009). Do private equity investments spur innovation? Evidence from Europe.” *Working Paper Series European Central Bank*, n.° 1063.
- Porter, M. E. (1985). Competitive advantage free press. *New York*, 33-61.
- Poterba, J. M. (1989). Venture capital and capital gains taxation. *Tax Policy and the Economy*, 3, 47-67.
- Pouillieute, A. (1999). Le financement des entreprises au Maroc et en Tunisie dans le contexte de la mise à niveau : Défis et adaptations. *Revue d'économie financière*, 235-251.
- Precup, M. (2015). The future of private equity in Europe-the determinants across countries. *Romanian J. Eur. Aff.*, 15, 72.
- Precup, M. (2015). What Drives Private Equity Investments in Romania? *Studia Universitatis Vasile Goldis. Arad–Economics Series*, 25(4), 25-42.
- Prowse, S. D. (1998). The economics of the private equity market. *Economic Review-Federal Reserve Bank of Dallas*, 21-34.
- Ptacek, O., Kaderabkova, B., & Piecha, M. (2015). Venture capital, private equity and foreign direct investment: Case study of the Czech Republic. *Procedia Economics and Finance*, 30, 680-689.
- Puri, M., & Zarutskie, R. (2012). On the life cycle dynamics of venture-capital-and non-venture-capital-financed firms. *The Journal of Finance*, 67(6), 2247-2293.
- Putnam, R. D. (1993). The prosperous community: Social capital and public life. *The American Prospect*, 13(13), 35-42.
- Ragozzino, R., & Blevins, D. P. (2016). Venture-backed firms: How does venture Capital involvement affects their likelihood of going public or being acquired? *Entrepreneurship Theory and Practice*, 40(5), 991-1016.
- Rahaman, M. M. (2011). Access to financing and firm growth.” *Journal of Banking & Finance*, 35(3), 709-723.
- Rainer, H., & Siedler, T. (2009). Does democracy foster trust? *Journal of Comparative Economics*, 37(2), 251-269.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (2003). The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century. *Journal of Financial Economics*, 69(1), 5-50.
- Rajasekar, S., Philominathan, P., & Chinnathambi. (2013). *Méthodologie de recherche*. https://www.researchgate.net/publication/2174858_Research_Methodology.
- Robinson Jr, R. B. (1987). Emerging strategies in the venture capital industry. *Journal of Business Venturing*, 2(1), 53-77.

- Romain, A., & Van Pottelsberghe, B. (2004). The determinants of venture capital: additional evidence. *Discussion Paper Series 1: Economic Studies*, 19.
- Rubera, G., & Tellis, G. J. (2014). Spinoffs versus buyouts: profitability of alternate routes for commercializing innovations. *Strategic Management Journal*, 35(13), 2043-2052.
- Sahlman, W. A. (1990). The structure and governance of venture-capital organizations. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 473-521.
- Samila, S., & Sorenson, O. (2011). Venture Capital, Entrepreneurship, and Economic Growth. *The Review of Economics and Statistics*, February, 93(1), 338-349.
- Sapienza, H. J., & Gupta, A. K. (1994). Impact of agency risks and task uncertainty on venture capitalist–CEO interaction. *Academy of Management Journal*, 37(6), 1618-1632.
- Sapienza, H. J., & Korsgaard, M. A. (1996). Procedural justice in entrepreneur-investor relations. *Academy of management Journal*, 39(3), 544-574.
- Schertler, A. (2003). Driving forces of venture capital investments in Europe: A dynamic panel data analysis. (No. 1172). *Kiel working paper*.
- Schröder, C. (2011). Financial system and innovations: determinants of early-stage venture capital in Europe. In *Financial Market Integration and Growth* (pp. 127-158). Springer, Berlin, Heidelberg.
- Sekkat, K., & Veganzones-Varoudakis, M. A. (2007). Openness, investment climate, and FDI in developing countries. *Review of Development Economics*, 11(4), 607-620.
- Sekkat, K., & Veganzones-Varoudakis, M. A. (2007). Openness, investment climate, and FDI in developing countries. *Review of Development Economics*, 11(4), 607-620.
- Sentis, P. (1998). Performances à long terme et caractéristiques financières des entreprises qui réduisent leurs effectifs. *Finance Contrôle Stratégie*, 1(4), 115-150.
- Shane, S., & Stuart, T. (2002). Organizational endowments and the performance of university start-ups. *Management Science*, 48(1), 154-170.
- Shepherd, D. A. (1999). Venture capitalists' assessment of new venture survival. *Management science*, 45(5), 621-632.
- Slimane, E. D., Bouzahir, B., & Chakir, A. (2016). Le marché du capital investissement au Maroc : État des lieux et perspectives de développement. *Revue d'Études en Management et Finance d'Organisation*, 1(4).
- Smith, A. (1990). Corporate Ownership Structure and Performance: The Case of Management Buyouts." *Journal of Financial Economics*, 27(1), 143-164.

- Smith, J. K., & Smith, R. L. (2000). *Entrepreneurial Finance*, (John Wiley & Sons). New York, NY, USA.
- Sorenson, O., & Stuart, T. E. (2001). Syndication networks and the spatial distribution of venture capital investments. *American Journal of Sociology*, 106(6), 1546-1588.
- Sorjamaa, A., Lendasse, A., Cornet, Y., & Deleersnijder, E. (2010). An improved methodology for filling missing values in spatiotemporal climate data set. *Computational Geosciences*, 14(1), 55-64.
- Spigel, B. (2017). The relational organization of entrepreneurial ecosystems. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 41(1), 49-72.
- Stam, E., & Ven, A. (2021). Entrepreneurial ecosystem elements. *Small Business Economics*, 56(2), 809-832.
- Stéphany, E. (2003). La relation capital-risque/PME : fondements et pratiques. *E. D. Boeck, Éd.*
- Stevens, P., & Weale, M. (2003). Education and Economic Growth. *National Institute of Economic and Social Research*. (No. 221). NIESR working paper.
- Storey, D. J. (1991). The Birth of New Firms – Does Unemployment Matter? *A Review of the Evidence*, *Small Business Economics*, 3(3), 167-178.
- Strömberg, P. (2008). The new demography of private equity. *The global impact of private equity report*, 1, 3-26.
- Stuart, T., & Wang, Y. (2016). Who cooks the books in China, and does it pay? Evidence from private, high-technology firms. *Strategic Management Journal*, 37(13), 2658-2676.
- Tanzi, V., & Davoodi, H. (1998). Corruption, public investment, and growth. In *the welfare state, public investment, and growth* (pp. 41-60). Springer, Tokyo.
- Thomas, J. (2010). The Credit Performance of Private Equity-Backed Companies in the 'Great Recession' of 2008–2009. *Available at SSRN 1582666*.
- Tian, X. (2012). The role of venture capital syndication in value creation for entrepreneurial firms. *Review of Finance*, 16(1), 245-283.
- Tsoukas, S. (2011). Firm survival and financial development: Evidence from a panel of emerging Asian economies. *Journal of Banking & Finance*, 35(7), 1736-1752.
- Tyebjee, T. T., & Bruno, A. V. (1984). A model of venture capitalist investment activity. *Management science*, 30(9), 1051-1066.
- Tykvová, T., & Borell, M. (2012). Do private equity owners increase risk of financial distress and bankruptcy? *Journal of Corporate Finance*, 18(1), 138-150.

- Walker, G., Kogut, B., & Shan, W. (1997). Social capital, structural holes and the formation of an industry network. *Organization science*, 8(2), 109-125.
- Wang, J. Y. (1990). Growth, technology transfer, and the long-run theory of international capital movements. *Journal of international Economics*, 29(3-4), 255-271.
- Wang, L., & Wang, S. (2012). Endogenous networks in investment syndication. *Journal of Corporate Finance*, 18(3), 640-663.
- Wang, X. A., & Wan, W. P. (2013). Explaining the variance in underpricing among venture capital-backed IPOs: A comparison between private and corporate VC Firms. *Strategic Entrepreneurship Journal*, 7(4), 331-342.
- Wang, Y. (2012). Secondary buyouts: Why buy and at what price? *Journal of Corporate Finance*, 18(5), 1306-1325.
- Westhead, P., Wright, M., & Ucbasaran, D. (2001). The Internationalization of New and Small Firms : A Resource-Based View. *Journal of Business Venturing*, 16(4), 333-358.
- Wilson, N., Wright, M., Siegel, D., & Scholes, L. (2012). Private equity portfolio company performance during the global recession. *Journal of Corporate Finance*, February, 18(1), 193-205.
- Wilson, R. (1968). The theory of syndicates. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 119-132.
- Wright, M. (2002). Le capital-investissement. *Revue française de gestion* (5), 283-302.
- Wright, M., & Lockett, A. (2003). The structure and management of alliances: syndication in the venture capital industry. *Journal of management studies*, 40(8), 2073-2102.
- Wright, M., Gilligan, J., & Amess, K. (2009). The economic impact of private equity : What we know and what we would like to know. *Venture Capital*, 11(1), 1-21.
- Wright, M., Robbie, K., Romanet, Y., Thompson, S., Joachimsson, R., Bruining, J., & Herst, A. (1994). Harvesting and the longevity of management buy-outs and buy-ins: a four-country study. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 18(2), 90-109.
- Zacharakis, A. L., & Meyer, G. D. (1998). A lack of insight: do venture capitalists really understand their own decision process? *Journal of business venturing*, 13(1), 57-76.
- Zahra, S. A., Neubaum, D. O., & Naldi, L. (2007). The Effects of Ownership and Governance on SMEs's International Knowledge-based Resources. *Small Business Economics*, 29(3), 309-327.

Rapports :

- AMIC (2012). *Capital investissement au Maroc : Guide pour entrepreneurs*. En ligne : <https://amic.org.ma/capital-investissement/entrepreneurs/>.
- AMIC (2018). « *Diagnostic : Capital amorçage et risque au Maroc* ». En ligne : <https://amic.org.ma/publications/>.
- Bank for International Settlements (2008). *Private equity and leveraged finance markets*. The Committee on the Global Financial System Papers, July. Volume 30.
- Bank for International Settlements (2008). *The Committee on the Global Financial System Papers*. <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2009e.pdf>
- Banque européenne pour la reconstruction et le développement, et Banque européenne d'investissement (2021). *Le développement du secteur privé au Maroc : Enjeux et perspectives dans le contexte de la pandémie de Covid-19*. En ligne : <https://www.eib.org/attachments/country/rapport-secteur-prive-maroc-covid.pdf>
- Bpifrance (2014). 20 ans de capital investissement en France, 1994-2014. Banque publique d'investissement.
- Buchner, A. K., Wagner, C., & N. (2009). *Private Equity Fund Valuation and Systematic Risk an Equilibrium Approach and Empirical Evidence*. Center of Private Equity Research. En ligne : <https://www.efmaefm.org/0EFMSYMPOSIUM/2010Canada/papers/paper2009full.pdf>
- CNUCED et AMIC (2011). *Capital Investissement au Maroc Guide Pratique pour Entrepreneurs*. En ligne : <https://amic.org.ma/wp-content/uploads/2018/11/Guide%20Investisseurs%20Institutionnels%20vf.pdf>
- Ernst & Young. (2012). *Branching out : How do private equity investors create value? A study of European exits*. En Ligne: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Private-equity-creates-value-in-Europe/\\$FILE/Euro_PE_Study_2012.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Private-equity-creates-value-in-Europe/$FILE/Euro_PE_Study_2012.pdf).
- European Investment Bank (2001). *Financing innovative firms through venture capital*. EIB sector papers. En ligne : <http://citeseerx.ist.psu.edu/messages/downloadsexceeded.html>
- EVCA (2011). *Private Equity Fund Risk Measurement Guidelines : Measuring the value at risk of portfolios of interests in private equity and venture capital funds*. Yearbook 2011. En ligne : <https://www.investeurope.eu/media/1113/evca-risk-measurement-guidelines-january-2013.pdf>.

- EVCA (2012). *Activity data on fundraising, investments and divestments by private equity and venture capital firms in Europe*. Yearbook 2012. En ligne : <https://www.investeurope.eu/media/2004/yearbook-2012-press-release.pdf>
- EVCA (2013). *Exploring the Impact of Private Equity on Economic Growth in Europe*. Frontier Economics, London. En ligne : http://www.evca.eu/media/61219/Frontier_Economics_Report.pdf
- Gurung, A., Lerner, J. (2009). *The Global Economic Impact of Private Equity Report 2009*. Globalization of Alternative Investments, Working Papers Volume 2. World Economic Forum, pp. 25–46.
- Hanson, G. H., Conférence des Nations Unies sur le Commerce et le Développement, & Center for international développement (Cambridge, Mass). (2001). *Should countries promote foreign direct investment?* (Vol. 9). UN.
- International Settlements, B. (2008). *Private equity and leveraged finance markets*. The Committee on the Global Financial System Papers. En ligne : <https://www.bis.org/publ/cgfs30.pdf>
- Kearney, A.T. (2007). *Creating new jobs and value with private equity*. Chicago, AT Kearney.
- Maroc, T. A. (2017). *Le marché du travail au Maroc : Défis et opportunités*. En ligne : <https://documents.worldbank.org/curated/en/529381523251399925/pdf/125041-WP-FRENCH-PUBLIC-Le-march%C3%A9-du-travail-au-Maroc-23-Nov.pdf>
- OCDE (2010). *Measuring Innovation: A New Perspective – online version*. En ligne : www.oecd.org/innovation/strategy/measuring.
- OCDE (2018). *Examen multidimensionnel du Maroc* (Vol. 2). Éditions OCDE. <https://doi.org/10.1787/9789264298699-fr>.
- Pansard, F. (2007). *Le capital investissement en Europe : quelle physionomie à terme pour ce marché en croissance accélérée ?* Autorité des marchés financiers, Direction de la régulation et des affaires internationales, Département des études, Juin 2007.
- Reynolds, P.D., Bygrave, W.D., Autio, E., Cox, L.W. and Hay, M. (2002). *Global entrepreneurship monitor 2002 executive report*. Babson College, Ewing Marion Kauffman Foundation and London Business School.
- Stokoe, G., Bunder, J., Rogers, M., & Date, S. (2015). *Private Equity Roundup – Africa*. Ernest & Young Global Private Equity Center.

- VICO. (2008). *VICO – Financing Entrepreneurial Ventures in Europe: Impact on innovation, employment growth, and competitiveness*. En ligne : <http://www.vicoproject.org/>
- Volkman, C., Wilson, K. E., Mariotti, S., Rabuzzi, D., Vyakarnam, S., & Sepulveda, A. (2009). *Educating the next wave of entrepreneurs: Unlocking entrepreneurial capabilities to meet the global challenges of the 21st century. A report of the Global Education Initiative*.
- WEF. (2009). *The Global Economic Impact of Private Equity Report*. En ligne : http://www3.weforum.org/docs/WEF_IV_PrivateEquity_Report_2010.pdf
- Wilson, K. E., Vyakarnam, S., Volkman, C., Mariotti, S., & Rabuzzi, D. (2009). *Educating the next wave of entrepreneurs : Unlocking entrepreneurial capabilities to meet the global challenges of the 21st century*. In World Economic Forum : A Report of the Global Education Initiative.
- World Bank. (2013). *Global financial development report 2014: Financial inclusion* (Vol. 2). World Bank Publications.
- World Bank. (2012). *FDI from Developing and Transition Economies: Implications for Development, World Investment Report*. En ligne : unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2012overview_en.pdf. Consulter le 14/04/2020
- World Economic Forum. (2009). *The Global Economic Impact of Private Equity Report*. En ligne : http://www3.weforum.org/docs/WEF_IV_PrivateEquity_Report_2010.pdf

Webographie :

www.amic.org.ma
www.blog.iese.edu
www.bpifrance.fr
www.donnees.banquemonddiale.org
www.ecoactu.ma
www.Fraserinstitutue.org
www.heritage.org
www.lematin.ma

Table des matières

Dédicace.....	1
Remerciements	2
Chapitre I : Le Cadre conceptuel du capital investissement.....	17
Section 1 : Définition, segments, structures d'organisation et typologies du capital investissement	19
1. Définition du capital investissement	19
1.1. La variété des définitions	19
1.2. La définition retenue	21
2. Les caractéristiques du financement par capital investissement	22
2.1. Financement en fonds propres	22
2.2. Financement original	23
2.3. Financement sous forme de prises de participations en capital	23
2.4. Financement qui peut être minoritaire ou majoritaire.....	23
2.5. Financement réalisé sans garantie.....	23
2.6. Financement sans rémunération immédiate	24
2.7. Financement réalisé sur une durée limitée	24
2.8. Financement qui se termine par une cession des titres	24
3. Les différents segments du capital investissement.....	25
3.1. Le capital risque	26
3.1.1. Le capital d'amorçage (le « <i>seed capital</i> »)	27
3.1.2. Le capital création (" <i>start-up capital</i> ")	29
3.1.3. Le capital post-création (" <i>early stage</i> ")	29
3.2. Le capital développement	29
3.3. Le capital transmission	30
3.4. Le capital retournement	32
4. L'organisation d'une structure de capital investissement	33
4.1. La structure unique	33
4.2. La structure duale.....	34
5. Typologies du capital investissement.....	35
5.1. Typologie selon la nature des investissements	35
5.1.1. Le capital investissement institutionnel	35
5.1.2. Le capital investissement informel	35
5.1.3. Le capital investissement industriel	35
5.2. Typologie selon le degré d'indépendance ou d'appartenance	36
5.2.1. Les sociétés de capital investissement indépendantes	36
5.2.2. Les sociétés de capital investissement captives	36
5.2.3. Les sociétés de capital investissement semi-captives	36
5.2.4. Les sociétés de capital investissement du secteur public.....	36
Section 2 : Les intervenants et processus d'investissement	37

1. Les intervenants du marché du capital investissement.....	37
1.1. Les entreprises cibles	37
1.2. Les investisseurs	38
1.3. Les intermédiaires	39
1.4. Les agents et les consultants	39
1.5. Les régulateurs	39
2. Processus d'investissement	42
2.1. La levée des fonds	42
2.2. La création et la sélection des opportunités d'investissement	43
2.3. L'évaluation et due diligence	46
2.4. La structuration et l'exécution de l'opération.....	47
2.5. Le suivi des investissements ou « <i>monitoring</i> » et aide à la gestion	49
2.6. Le désinvestissement ou la sortie	51
2.6.1. La sortie industrielle	52
2.6.2. La sortie par introduction en bourse	52
2.6.3. La sortie financière	53
2.6.4. La cession aux fondateurs, aux actionnaires ou aux salariés	53
2.6.5. La mort de la participation	54
2.6.6. Le remboursement du capital.....	54
Conclusion chapitre I	56
Chapitre II : Le capital investissement au Maroc : État des lieux	57
Section 1 : L'état et la dynamique du marché marocain du capital investissement	59
1. La forme juridique et la nature des fonds.....	59
1.1. Les formes juridiques des fonds	59
1.1.1. Les véhicules classiques	59
1.1.1.1. Les formes juridiques de droit marocain	59
1.1.1.2. Les formes juridiques étrangères	59
1.1.2. Les organismes de placement collectif en capital (OPCC).....	60
1.1.2.1. Les sociétés de placement collectif en capital (SPCC).....	60
1.1.2.2. Les fonds de placement collectif en capital (FPCC).....	60
1.2. La nature des fonds.....	61
2. Les montants levés et investis sur le marché du capital investissement marocain	62
2.1. Un marché tendancielle en forte croissance	62
2.1.1. Au niveau des montants investis et réinvestis.....	62
2.1.2. Au niveau des montants levés.....	63
2.2. Répartition des montants levés et investis sur le marché marocain du capital investissement.....	63
2.2.1. Répartition par origine des fonds : un marché dominé par les fonds transrégionaux.....	63
2.2.2. Répartition par type d'investisseur : les organismes de développement internationaux constituent les premiers investisseurs.....	64
2.2.3. Répartition par nationalité des fonds : forte augmentation des fonds d'origine d'union européenne	65
2.2.4. Répartition par secteur d'activité : l'essor des secteurs de services et transport ...	66

2.2.5. Répartition par stade d'intervention : le rôle moteur des opérations de capital développement.....	67
2.2.6. Répartition par zone géographique : une concentration des investissements sur la région de Casablanca-Settat.....	68
2.2.7. Répartition par transaction: augmentation des transactions de grande taille	69
2.2.8. Répartition par tranche de capital acquise : prédominance des participations minoritaires.....	70
3. La sortie et performance sur le marché du capital investissement marocain	71
3.1. La dynamique des sorties	71
3.1.1. Une croissance des sorties après une période de baisse.....	71
3.1.2. Prédominance des sorties auprès des industriels et du marché secondaire.....	72
3.2. La performance des SCI : une disparité en fonction du stade de développement des entreprises investies	73
Section 2 : L'attractivité du Maroc pour le capital investissement	75
1. Indice d'attractivité du capital investissement et capital-risque	75
1.1. Méthode de calcul de l'indice	75
1.2. Attribution des pondérations	75
2. Positionnement du Maroc selon l'indice global d'attractivité du capital investissement.....	76
2.1. L'attractivité du Maroc pour les investissements en capital en 2021	76
2.2. Évolution de l'attractivité du Maroc pour le capital investissement sur la période 2017-2021.....	78
3. Le positionnement du Maroc par rapport aux autres pays africains similaires	79
Conclusion chapitre II	81
Chapitre III : Les enjeux du modèle de financement par capital investissement	82
Section 1 : Les apports du modèle de financement par capital investissement.....	84
1. Le capital investissement : un intermédiaire et un investisseur financier à long terme	84
2. Le capital investissement : Orientations stratégiques et assistance à la gestion	85
3. Capital-investissement et innovation	88
3.1. Les secteurs de l'économie qui bénéficient du capital investissement génèrent plus de brevets.....	89
3.2. Les entreprises financées par des fonds de capital-investissement sont plus innovantes.....	89
3.3. Les entreprises financées par des fonds de capital-investissement produisent des innovations plus pertinentes	90
3.4. Le capital investissement renforce l'efficacité de l'effort d'innovation	90
3.5. Le capital investissement soutient les nouvelles entreprises innovantes.....	91
4. Le capital-investissement et la productivité	92
4.1. Le capital investissement soutient les entreprises à améliorer leurs performances...	92
4.2. Le capital investissement aide les entreprises à développer leur rentabilité et croissance.....	93
4.3. Le capital investissement contribue à la survie des entreprises.....	94
5. La contribution du capital investissement à la création d'emploi	95
6. Le capital-investissement renforce la compétitivité.....	96

.6.1	Le capital investissement concourt à l'internationalisation des entreprises.....	97
.6.2	La compétitivité dépend de la possibilité de financement pour les entreprises innovantes.....	98
.6.3	La compétitivité dépend de la création de nouvelles entreprises	98
7.	Un modèle de financement basé sur des mécanismes de gouvernance spécifiques.....	99
7.1.	Mode de financement basée sur des instruments de contrôle spécifiques.....	99
7.2.	La confiance comme dimension relationnelle implicite du contrat entre l'investisseur en capital et l'entreprise cible.....	102
7.3.	Un mécanisme de financement basé sur la coopération : La théorie de l'intendance ou « Stewardship theory »	103
7.4.	Une relation basée sur « la justice procédurale » : Théorie de la justice procédurale	105
Section 2 : Les limites du modèle de financement par capital investissement		107
1.	Un moyen de financement qui engendre des coûts d'agence	107
2.	Un mode de financement qui implique des conflits cognitifs entre le capital-investisseur et l'entreprise	108
2.1.	Un reporting peu crédible	109
2.2.	Une divergence sur la signification du pacte d'actionnaire.....	109
2.3.	Un changement de dirigeant	109
2.4.	Un désaccord sur le plan stratégique	110
.3	Les risques inhérents au modèle financement par capital investissement	110
.3.1	Le risque de placement	110
.3.2.	Le risque de marché.....	111
.3.3.	Le risque de liquidité	111
.3.4.	Le risque d'investissement	112
4.	La théorie relative au poids de la dette.....	112
5.	La théorie de « transfert de richesse ».....	113
6.	L'activité de capital-investissement est susceptible de provoquer une crise systémique	114
Conclusion du chapitre III.....		117
Chapitre IV : Les déterminants de la dynamique du capital investissement : Revue de la littérature.....		119
Section 1 : Les déterminants économiques et financiers.....		120
1.	Les déterminants économiques	120
1.1.	Le niveau du produit intérieur brut (PIB) et le taux de croissance économique	120
1.2.	Le taux d'intérêt.....	121
1.3.	Le taux d'inflation	122
1.4.	Le taux de chômage.....	123
1.5.	L'investissement direct étranger (IDE)	123
1.6.	Le degré d'ouverture	123
2.	Les déterminants financiers.....	124
2.1.	Le niveau de développement du marché financier	124
2.2.	Les opérations d'introduction en bourse	125
2.3.	Liquidité et rentabilité du marché financier	126

Section 2 : Les déterminants réglementaires et institutionnels	127
1. Les déterminants réglementaires	127
1.1. Le système juridique.....	128
1.2. La protection des investisseurs	129
1.3. Les règles de transparence des entreprises	129
1.4. La réglementation du marché du travail	130
1.5. La réglementation fiscale.....	132
1.5.1. L'imposition des plus-values	132
1.5.2. L'impôt sur les sociétés	133
2. Les déterminants institutionnels.....	134
2.1. La corruption	135
2.2. La stabilité politique	136
2.3. La qualité de l'intervention publique.....	136
2.4. La qualité des institutions publiques	137
Section 3 : Les déterminants entrepreneuriaux.....	137
1. La recherche et développement	138
2. La dynamique entrepreneuriale	138
3. La capacité d'innovation	140
4. Le niveau d'éducation et capital humain	140
5. Le capital social.....	141
Conclusion du chapitre IV.....	143
Chapitre V : Le positionnement épistémologique et les choix méthodologiques.....	144
Section 1 : Posture épistémologique et méthodologique	146
1. Paradigme de la recherche.....	146
1.1. Présentation des paradigmes.....	146
1.2. Choix du paradigme positiviste	147
2. Design de la recherche	148
2.1. Méthode de recherche.....	148
2.2. Le mode de raisonnement : Hypothético-déductif	148
2.3. Les données	149
2.3.1. La nature et sources des données.	149
2.3.2. Méthode de traitement des données manquantes	150
2.3.3. Instrument de traitement des données	150
3. Périmètre de la recherche	150
4. Validité et fiabilité de la recherche	151
4.1. La validité de la recherche.....	151
4.2. La fiabilité de la recherche	151
5. Considérations éthiques de la recherche	151
Section 2 : La méthodologie empirique	153
1. Choix et description des variables.....	153
1.1. La variable dépendante	153
1.2. Les variables indépendantes	154
1.2.1.1. Le taux de croissance du PIB.....	154
1.2.1.2. Le taux d'inflation.....	155

1.2.1.3. Le taux d'intérêt.....	155
1.2.1.4. Le taux de change	155
1.2.1.5. Les dépenses publiques.....	155
1.2.1.6. Les investissements directs étrangers	156
1.2.1.7. Le taux de chômage	156
1.2.1.8. Le degré d'ouverture.....	156
1.2.1.9. Le taux d'épargne	157
1.2.1.10. La production industrielle.....	157
1.2.2. Les variables financières.....	159
1.2.2.1. Le développement financier.....	159
1.2.2.2. Les entreprises cotées en bourse	159
1.2.2.3. Le nombre d'introductions en bourse	160
1.2.2.4. La capitalisation boursière	160
1.2.2.5. Le rendement du marché boursier.....	160
1.2.2.6. La liquidité du marché boursier	160
1.2.3. Les variables entrepreneuriales.....	161
1.2.3.1. La recherche et développement	161
1.2.3.2. Les brevets d'invention.....	162
1.2.3.3. Les entreprises créées	162
1.2.3.4. Le niveau d'éducation et de capital humain	163
1.2.3.5. La productivité.....	163
1.2.3.6. Les exigences administratives.....	163
1.2.3.7. Les utilisateurs d'internet.....	164
1.2.4. Les variables réglementaires.....	165
1.2.4.1. L'impôt sur les bénéfices	165
1.2.4.2. L'impôt sur les gains.....	165
1.2.4.3. La rigidité du marché du travail.....	165
1.2.4.4. La protection des investisseurs minoritaires	166
1.2.4.5. La protection de droits de propriété	166
1.2.4.6. La qualité du système juridique	166
1.2.4.7. La réglementation d'insolvabilité	167
1.2.5. Les variables institutionnelles.....	168
1.2.5.1. La corruption.....	168
1.2.5.2. La stabilité politique	169
1.2.5.3. La qualité des institutions publiques.....	169
2. Le modèle empirique.....	174
2.1. Le modèle utilisé	174
2.2. Présentation de la méthodologie de l'approche empirique utilisée (ARDL).....	174
2.2.1. Présentation du modèle autorégressif à retards échelonnés (ARDL)	174
2.2.2. L'approche des bornes (Bounds Test) et test de cointégration de Pesaran et al. (2001).....	175
2.2.3. La justification du choix du modèle ARDL utilisé.....	176
3.1. Procédures de l'utilisation de l'approche A.R.D.L	177
Conclusion du chapitre V.....	179

Chapitre VI : Résultats et discussion.....	180
Section 1 : Résultats empiriques et interprétations	182
1. Les déterminants économiques	182
1.1. Etude des propriétés des séries	182
1.1.1. Test d'ADF	182
1.1.2. Test de multicollinéarité.....	183
1.2. Résultats des estimations de l'approche ARDL et des tests de cointégration	184
1.2.1. Résultats du test de cointégration aux bornes (The Bounds Test)	184
1.2.2. Estimation de la relation à court terme	185
1.2.3. Estimation de la relation de long terme	187
1.2.4. Estimation des relations de causalité de long terme	189
1.3. Résultats des tests de validation du modèle.....	190
1.3.1. Test de normalité des résidus	190
1.3.2. Test d'autocorrélation (Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test)	191
1.3.3. Test d'hétéroscédasticité (Breusch-Pagan-Godfrey)	191
1.3.4. Test de robustesse « CUSUM »	192
2. Les déterminants financiers.....	193
2.1. Etude des propriétés des séries	193
2.1.1. Test d'ADF	193
2.1.2. Test de multicollinéarité.....	194
2.2. Résultats des estimations de l'approche ARDL et des tests de cointégration	194
2.2.1. Résultats du test de cointégration aux bornes	195
2.2.2. Estimation de la relation de court terme (Modèle à Correction d'Erreurs ECM)	195
2.2.3. Estimation de la relation de long terme	197
2.2.4. Estimation des relations de causalité de long terme (test de Toda et Yamamoto).....	198
2.3. Résultats des tests de validation du modèle.....	199
2.3.1. Test de normalité des résidus	199
2.3.2. Test d'autocorrélation (Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test)	200
2.3.3. Test d'hétéroscédasticité (Breusch-Pagan-Godfrey)	200
2.3.4. Test de robustesse « CUSUM »	201
3. Les déterminants réglementaires	202
3.1. Etude des propriétés des séries	202
3.1.1. Test d'ADF	202
3.1.2. Test de multicollinéarité.....	203
3.2. Résultats des estimations de l'approche ARDL et des tests de cointégration	203
3.2.1. Test de cointégration aux bornes	203
3.2.2. Estimation de la relation à court terme (Modèle à Correction d'Erreurs)	204
3.2.3. Estimation de la relation de long terme	205
3.2.4. Estimation des relations de causalité de long terme (test de Toda et Yamamoto).....	207
3.3. Résultats des tests de validation du modèle.....	207
3.3.1. Test de normalité des résidus	208
3.3.2. Test d'autocorrélation (Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test)	208

3.3.3.	Test d'hétéroscédasticité (Breusch-Pagan-Godfrey)	209
3.3.4.	Test de robustesse « CUSUM test»	209
4.	Les déterminants institutionnels.....	210
4.1.	Etude des propriétés des séries	210
4.1.1.	Test d'ADF	210
4.1.2.	Test de multicolinéarité.....	211
4.2.	Résultats des estimations de l'approche ARDL et des tests de cointégration	211
4.2.1.	Le test de cointégration aux bornes	211
4.2.2.	Estimation de la relation de court terme et de long terme	212
4.2.3.	Estimation des relations de causalité de long terme (test de Toda et Yamamoto).....	214
4.3.	Résultats des tests de validation du modèle.....	214
4.3.1.	Test de normalité des résidus	215
4.3.2.	Test d'autocorrélation (Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test)	215
4.3.3.	Test d'hétéroscédasticité (Breusch-Pagan-Godfrey)	216
4.3.4.	Test de robustesse « CUSUM »	216
5.	Les déterminants entrepreneuriaux.....	217
5.1.	Etude des propriétés des séries	217
5.1.1.	Test d'ADF	217
5.1.2.	Test de multicolinéarité.....	218
5.2.	Résultats des estimations de l'approche ARDL et des tests de cointégration	218
5.2.1.	Test de cointégration aux bornes	218
5.2.2.	Estimation de la relation de court terme (ECM).....	219
5.2.3.	Estimation de la relation de long terme	220
5.2.4.	Estimation des relations de causalité de long terme (test de Toda et Yamamoto).....	222
5.3.	Résultats des tests de validation du modèle estimé	222
5.3.1.	Test de normalité des résidus	223
5.3.2.	Test d'autocorrélation (Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test)	223
5.3.3.	Test d'hétéroscédasticité (Breusch-Pagan-Godfrey)	224
5.3.4.	Test de robustesse « CUSUM »	224
Section 2 : Discussion des résultats.....		225
1.	L'environnement économique (Hypothèse H1) : un catalyseur du marché marocain du capital investissement.....	226
2.	L'environnement financier (Hypothèse H2) : la voie de sortie qui encourage l'entrée.....	229
3.	L'environnement entrepreneurial (Hypothèse H3) : renforcer l'écosystème entrepreneurial.....	232
4.	Environnement réglementaire (Hypothèse H4) : nécessité de réformes progressives	236
5.	L'environnement institutionnel (Hypothèse H5) : la bonne gouvernance est à la base de la lutte contre la corruption	238
Conclusion du chapitre V.....		241
Conclusion générale		243
Table des figures		249

Liste des Tableaux.....	251
Bibliographie	254
Table des matières	283