



HAL
open science

Les déterminants de localisation et de création de création de valeur dans les fusions et acquisitions transfrontalières marocaines

Jalal Eddine Liassini

► **To cite this version:**

Jalal Eddine Liassini. Les déterminants de localisation et de création de création de valeur dans les fusions et acquisitions transfrontalières marocaines. Économie et finance quantitative [q-fin]. UNIVERSITE HASSAN II, 2024. Français. NNT: . tel-04685655

HAL Id: tel-04685655

<https://hal.science/tel-04685655>

Submitted on 3 Sep 2024

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Copyright

Université Hassan II de Casablanca
École Nationale de Commerce et de Gestion de Casablanca
Centre d'Études Doctorales : Droit, Économie et Gestion

THÈSE DE DOCTORAT
pour obtenir le grade de
DOCTEUR EN SCIENCES DE GESTION

Sujet de la thèse :

**Les déterminants de localisation et de création
de valeur dans les fusions et acquisitions
transfrontalières marocaines**

Préparée par

M. Liassini Jalal eddine

**Soutenue publiquement le 08/05/2024
devant la commission d'examen composée de :**

M. IBRAHIMI MOHAMMED	PES - ENCG Casablanca	Directeur de thèse
M. GASSEMI KARIM	PES - ENCG Casablanca	Président de jury
M. OUBDI LAHSEN	PES - ENCG Agadir	Suffragant
Mme. AAMMOUM HANANE	PH - ENCG Casablanca	Suffragant
M. CHERKAOUI ADIL	PH – FSJES Ain Chock Casablanca	Suffragant
M. HABACHI KAMAL	Expert-professionnel	Suffragant

«اقرأ باسم ربك الذي خلق، خلق الإنسان من علق، اقرأ وربك الأكرم، الذي علم بالقلم، علم الإنسان ما لم يعلم»
[العلق : 1-5]

À mes chers parents ;

À ceux qui m'ont épaté dans leur lutte contre le cancer ;

Aux victimes du séisme d'El Haouz au Maroc et aux innocentes âmes de Gaza.

*« L'intérêt de l'économie de la connaissance, c'est que le savoir potentiel est **infini**. Tout ce qui est matériel est fini, mais le savoir potentiel est **infini**, étant immatériel. Quand on partage un bien matériel, on le divise, quand on partage un bien immatériel, on le **multiplie** »*

Idriss Aberkane

REMERCIEMENTS

Terminer un cursus doctoral n'est pas une chose aisée, il s'agit d'un travail difficile et stressant, mais pas perpétuel. Le travail de thèse ne se limite pas à la dimension académique, mais magnétise également la dimension humaine au moment de l'interaction avec le terrain et l'objet d'étude. Heureusement, qu'il existe des personnes qui orientent, partagent et critiquent positivement le travail de recherche. Mes remerciements vont donc à ces personnes qui m'ont beaucoup aidé et soutenu.

Je tiens a priori à exprimer ma profonde gratitude envers mon encadrant, monsieur Ibrahimi Mohamed, à qui je serai éternellement reconnaissant. C'est un honneur et un privilège pour moi d'avoir été son doctorant. Vous m'avez vraiment soutenu pendant ces années sans manquer de répondre à plusieurs questions au moment de méconnaissance ou de doute.

Je remercie ma famille, mon père monsieur Liassini Abdelouahed et ma mère madame Samira Bedraoui pour leur amour inconditionnel ainsi que leur soutien spirituel. Je remercie également ma grand-mère Rahma Cherkaoui et ma sœur Liassini Siham pour leur soutien.

Je remercie également mes collègues à la Direction générale des impôts au ministère de l'Économie et des Finances au Maroc pour leurs formations, leurs supports sur le volet juridique et fiscal des opérations de fusions et d'acquisitions.

Qu'il me soit en outre permis de remercier le cabinet d'avocat H&B Law à Casablanca au Maroc pour leurs apports fructueux sur la corporate governance, les particularités juridiques et la due diligence des fusions et acquisitions au Maroc.

Je remercie également mes chers amis Matine Hamza, Jaaidane Zouhair, Zanifi Saad, Meliani Youssef, Fellah Mohamed et Baghdadi Fayçal qui ont été une source de réconfort vital pendant des moments de doute où je me sentais perdu dans la recherche.

RESUMÉ

Cette thèse répond à deux questions de recherche relatives au marché des fusions- acquisitions transfrontalières au Maroc. La première question examine l'influence des facteurs transnationaux sur l'activité des fusions-acquisitions transfrontalières sur le marché marocain à travers 256 transactions entre 2005 et 2021. La seconde question examine les déterminants de création de richesse actionnariale autour de l'annonce de la fusion-acquisition transfrontalière à travers l'analyse de 42 transactions impliquant des entreprises marocaines entre 2005 et 2021.

D'après la première étude, les fusions-acquisitions transfrontalières sortantes du Maroc sont influencées positivement et significativement par la croissance économique du pays cible et du Maroc, la dépréciation du dirham marocain, l'ouverture commerciale du Maroc, l'affinité politique avec le pays cible sur la souveraineté du Maroc sur le Sahara occidental, le nombre de représentations diplomatiques entre le Maroc et le pays cible et enfin le lien colonial. Néanmoins, le volume des fusions-acquisitions transfrontalières sortantes est négativement et significativement influencé par la disponibilité des ressources naturelles au Maroc et par la distance linguistique. Notre étude soutient également que le volume des fusions-acquisitions transfrontalières entrantes au Maroc est influencé positivement et significativement par la dépréciation du dirham marocain, l'ouverture commerciale du Maroc, le nombre des représentations diplomatiques, la qualité de la gouvernance nationale au Maroc et l'histoire coloniale avec le pays acquéreur. En revanche, les ressources naturelles dans le pays d'origine et dans le pays cible exercent une influence négative et significative.

La deuxième étude indique que la création de valeur actionnariale est significative uniquement pour les acquéreurs marocains dans le modèle de marché et dans deux fenêtres [-1, +1] et [-5, +5]. La fuite d'information ne présente pas un problème. Nous constatons aussi que l'expérience de l'acquéreur marocain en matière de fusions-acquisitions transfrontalières, la protection des investisseurs de manière non robuste, influencent positivement et significativement la création de valeur sur la fenêtre [-5, +5]. Quant aux fusions-acquisitions transfrontalières bancaires sortantes du Maroc, nous trouvons que la taille de l'entreprise cible, la durée de mandat du président-directeur général de l'entreprise acquéreuse et la protection des investisseurs dans le pays hôte exercent une influence négative et significative.

Mots-clés : Fusions-acquisitions transfrontalières, Maroc, localisation, création de valeur.

ABSTRACT

This thesis answers two research questions that relate to the cross-border M&A market in Morocco. The first question investigates the influence of cross-country determinants of cross-border M&A activity in the Moroccan market, using 256 deals between 2005 and 2021. The second question explores the determinants of Moroccan s stockholders' wealth creation around the announcement of cross-border M&A using 42 deals between 2005 and 2021.

According to the first study, Morocco's outward cross-border mergers and acquisitions are positively and significantly influenced by the economic growth of the target country and Morocco, the depreciation of the Moroccan currency, Morocco's openness to trade, the political affinity with the target country over Morocco's sovereignty on the Western Sahara, the number of diplomatic representations between Morocco and the target country, and finally the colonial tie. Nevertheless, the volume of outward cross-border mergers and acquisitions is negatively and significantly affected by the availability of natural resources in Morocco and by linguistic distance. This study also argues that the volume of inbound cross-border mergers and acquisitions in Morocco is positively and significantly influenced by the depreciation of the Moroccan currency, Morocco's trade openness, the number of diplomatic representations, the quality of national governance in Morocco, and the colonial past with the acquiring country. Conversely, natural resources in the country of origin and in the target country exert a significant negative effect.

The findings of the second study reveal that value creation is significant only for Moroccan buyers in the market model and in two windows [-1, +1] and [-5, +5]. Information leakage is not a problem. We also observe that the experience of the Moroccan acquirer in cross-border M&A has a positive and significant influence on value creation. In addition to that, investor protection in the host country has a significant and positive influence on cumulative average abnormal returns in the [-5,+5] window. For outbound cross-border banking mergers and acquisitions in Morocco, we note that the size of the target company, the tenure of the acquiring company's Chief Executive Officer, and investor protection in the host country have a significant negative influence on cumulative average abnormal returns in the [-5,+5] window.

Keywords: Cross-border mergers and acquisitions, Morocco, localization, value creation.

Sommaire

REMERCIEMENTS	3
RESUMÉ	4
ABSTRACT	5
SOMMAIRE	6
NORMES EDITORIALES	8
INTRODUCTION GÉNÉRALE	9
1. LE CHOIX DU CONTEXTE DE RECHERCHE	15
1.2 Contexte africain.....	15
1.2 Contexte marocain.....	17
2. PROBLEMATIQUE ET QUESTIONS DE RECHERCHE	19
3. METHODOLOGIE ET DONNEES	21
4. INTERETS ET APPORTS DE LA THESE	26
4.1 Intérêts théoriques.....	26
4.2 Intérêts méthodologiques.....	27
4.3 Apports scientifiques	30
4.4 Apports managériaux et d'investissement	31
4.5 Apports gouvernementaux et réglementaires.....	32
5. STRUCTURE DE LA THESE	34
PARTIE 1 : CADRE THÉORIQUE ET CONCEPTUEL DE LA RECHERCHE	36
INTRODUCTION A LA PREMIERE PARTIE	37
Introduction au premier chapitre	38
Section 1. Généralités sur les F&As.....	39
Section 2. Déterminants de localisation des F&As transfrontalières	58
Section 3. Déterminants de création de valeur dans les F&As.....	68
Conclusion du premier chapitre	85
CHAPITRE 2. L'ACTIVITE DES F&AS AU MAROC	86
Introduction au deuxième chapitre	86
Section 1. Caractéristiques des F&As au Maroc	87
Section 2. Les F&As à l'épreuve du droit de sociétés du droit de la concurrence et du droit fiscal.....	98
Section 3. Cas particuliers des F&As en droit marocain.....	116
Conclusion du deuxième chapitre	123
CONCLUSION DE LA PREMIERE PARTIE	124
PARTIE 2: MODÈLE ET MÉTHODOLOGIE DE LA RECHERCHE	125
INTRODUCTION A LA DEUXIEME PARTIE	126
CHAPITRE 3. FONDEMENTS THEORIQUES, FORMULATION DES HYPOTHESES ET MODELE DE RECHERCHE	127
Introduction au troisième chapitre	127
Section 1. Théories et hypothèses des déterminants de localisation des F&As transfrontalières	128
Section 2. Théories et hypothèses des déterminants de création de valeur dans les F&As transfrontalières	163
Section 3. Modèle conceptuel de la recherche	182
Conclusion du troisième chapitre.....	189
CHAPITRE 4. CHOIX METHODOLOGIQUES	190
Introduction	190
Section 1. Epistémologie, raisonnement et méthode de recherche.....	191

<i>Section 2. Design de recherche des déterminants de localisation des F&As transfrontalières marocaines</i>	198
<i>Section 3. Design de recherche des déterminants de création de valeur dans les F&As transfrontalières marocaines</i>	211
<i>Conclusion du quatrième chapitre</i>	222
CONCLUSION DE LA DEUXIEME PARTIE	223
PARTIE 3. ANALYSE EMPIRIQUE DE LA RECHERCHE	224
INTRODUCTION A LA TROISIEME PARTIE	225
CHAPITRE 5. DETERMINANTS DE LOCALISATION DES F&AS TRANSFRONTALIERES MAROCAINES	226
<i>Introduction au cinquième chapitre</i>	226
<i>Section 1. Analyse descriptive</i>	227
<i>Section 2. Résultats de l'analyse de regression panel</i>	263
<i>Section 3. Analyse et discussion des résultats</i>	270
<i>Conclusion du cinquième chapitre</i>	288
CHAPITRE 6. DETERMINANTS DE CREATION DE VALEUR DANS LES F&AS TRANSFRONTALIERES MAROCAINES	289
<i>Introduction au sixième chapitre</i>	289
<i>Section 1. Analyse descriptive</i>	290
<i>Section 2. Résultats de la méthode d'événement et de la régression transversale</i>	303
<i>Section 3. Analyse et discussion des résultats</i>	317
<i>Conclusion du sixième chapitre</i>	331
CONCLUSION DE LA TROISIEME PARTIE	332
CONCLUSION GÉNÉRALE	333
<i>Synthèse de recherche</i>	343
<i>Limites et futurs programmes de recherche</i>	346
BIBLIOGRAPHIE	348
ANNEXES	432
LISTE DES ILLUSTRATIONS	445
LISTE DES ABRÉVIATIONS ET DES ACRONYMES	449
TABLE DE MATIERES	450

Normes Editoriales

Pour la rédaction des références et la bibliographie dans la présente thèse, nous nous engageons à observer et à respecter scrupuleusement les conventions et directives édictées par la 7e édition de la norme APA (Association Américaine de Psychologie) afin d'assurer une rigoureuse cohérence et une stricte conformité aux normes académiques relatives à la citation et à la bibliographie. La norme APA est une norme utilisée dans de diverses disciplines, notamment les sciences sociales (Bradley et al., 2020 ; Iida et al., 2020). Il s'agit également de la norme la plus sollicitée récemment dans les revues de plus grands éditeurs à l'instar de TaylorFrancis, Emerald et Wiley.

Afin d'établir une clarté méthodique dans la présentation de notre recherche et d'assurer une compréhension approfondie de son contenu, nous développons une structure hiérarchique rigoureuse. Cette approche délibérée vise à conférer une cohérence inhérente à notre sujet de recherche et à fournir au lecteur une orientation éclairée à travers de différentes facettes de notre étude. Notre thèse est architecturée de la manière suivante.

PARTIE 1

CHAPITRE 1

Section 1

1. Sous-titre niveau 1

1.1. Sous-titre niveau 2

1.1.1 *Sous-titre niveau 3*

1.1.1.1 Sous-titre niveau 4

A. Sous-titre niveau 5

INTRODUCTION GÉNÉRALE

L'émergence des fusions et acquisitions (F&As), qui trouve ses racines dans l'histoire du développement de la production industrielle américaine à la fin du XIXe siècle et au début du XXe siècle, s'est vue attirer l'attention de plusieurs chercheurs et de nombreux praticiens ces dernières décennies, même si les premières acquisitions ont été enregistrées chez l'Empire romain (King, 2018 ; Carmeli et Markman, 2011). Au fil des ans, un certain nombre de catégories de recherche sur les F&As sont apparues sous la forme d'articles scientifiques et d'ouvrages.

Le phénomène des F&As commence à prendre de l'ampleur à cause des valeurs pharaoniques qu'atteignent les opérations. En effet, si les F&As étaient une économie en 2021, elle serait la troisième puissance mondiale (Banque mondiale, 2023; Refinitiv, 2022a) derrière les États-Unis et la Chine et devant le Japon¹. La croissance exponentielle en volume et en valeurs (Refinitiv, 2022b) a engendré en l'occurrence un immense intérêt auprès des chercheurs, des praticiens et même des médias. Par exemple, le film de « Wall street » en 1987 sur la vague des OPA hostiles aux États-Unis, dénote le poids des spécialistes des F&As qui se font appeler les "Maîtres de l'univers" et sont considérés comme des héros nationaux². Nonobstant cet intérêt, aucune recette miracle n'a été révélée pour garantir le succès de ces opérations, car jusqu'à présent 70 % à 90 % des opérations échouent (Hsu, Park, et Lew, 2019 ; Gomes, Angwin, Weber, et Tarba, 2013 ; Christensen, Alton, Rising, et Waldeck, 2011).

Les F&As engagent plusieurs parties prenantes, notamment les actionnaires, les managers, les conseillers et les régulateurs gouvernementaux (Cumming, Jindal, Kumar, et Pandey, 2023). Ces restructurations deviennent plus complexes et plus vouées à l'échec avec l'existence des frontières et des frictions culturelles et gouvernementales (Bertrand et Capron, 2015 ; Erel, Liao, et Weisbach, 2012 ; Shimizu, Hitt, Vaidyanath, et Pisano, 2004).

Si les F&As transfrontalières (F&Ats) sont répandues dans les pays développés, elles connaissent actuellement une croissance exponentielle auprès des pays émergents (Buckley, Cavusgil, Elia, et Munjal, 2023 ; Yang, Zhang, Yu, Wang, et Liu, 2022 ; CNUCED, 2021; Zhang, Lyles, et Wu, 2020). Cette réactivité stimule un débat très dynamique en finance et en commerce international, particulièrement avec l'avènement de plusieurs événements géopolitiques.

¹ Rapprochement entre les valeurs des deals des F&As et les PIB des pays.

² Film Wall Street en 1987.

Les F&As sont catalysées par les multinationales en provenance des pays émergents qui effectuent davantage d'acquisitions dans les pays en voie de développement et, récemment, plus d'acquisitions vers les pays développés. Ce phénomène renforce également le paradoxe de Lucas³, vu que certains pays émergents et en voie de développement effectuent plusieurs acquisitions dans des pays plus développés, à l'instar de l'Inde, de la Chine, du Qatar et des Émirats arabes unis.

Le marché des F&As dans les pays émergents a enregistré 1,3 billion de dollars de valeurs en 2021 (Refinitiv, 2021a), dont 55 % ont eu lieu en Chine, en Inde et au Brésil. D'après Cavusgil, Ghauri et Liu (2021), les marchés émergents et préémergents ont été le point de mire de nombreuses entreprises à la recherche des opportunités de marché et de croissance. Les études sur les pays émergents tracent le circuit de métamorphose de leurs institutions, leurs implications dans la mondialisation et l'apparition de nouveaux mastodontes. Par exemple, plusieurs entreprises de classe mondiale proviennent de pays émergents. Nous citons, par exemple, Huawei et Lenovo (Chine) ; Gazprom (Russie) ; SAB Miller (Afrique du Sud) (Yaprak, Yosun, et Cetindamar, 2018). L'Afrique connaît également plusieurs entreprises géantes et leaders comme la SONATRACH (Algérie) ; ESKOM (Afrique du Sud) ; OCP et AWB (Maroc) qui investissent dans plusieurs pays développés, émergents ou en développement.

Le continent africain attire plusieurs entreprises en provenance des pays émergents et favorise les investissements intra-africains en offrant aux investisseurs des opportunités d'étendre leurs activités (Banque Africaine de Développement, 2017, p. 34). Le Maroc est un grand investisseur intra-africains, (Banque Africaine de Développement, 2017), il est considéré comme un pays émergent d'après plusieurs institutions comme Kearney (2023) ; Banque Africaine de Développement (2019) ; MSCI (2012) et S&P Global (2023) et pré-émergent « sur les frontières de l'émergence » selon d'autres institutions à l'instar de Bloomberg (2023) ; MSCI (2023) et Reuters (2020).

Le marché des F&As au Maroc est très dynamique proportionnellement aux autres pays du Maghreb et d'Afrique (Lundqvist, Liljebloom, Löflund, et Maury, 2019 ; Tunyi et Ntim, 2016 ; Ellis, Lamont, Reus, et Faifman, 2015), car c'est l'un des rares pays africains et maghrébins avec une stabilité politique, une bonne qualité de gouvernance nationale, une forte capitalisation

³ Article publié par Robert Lucas en 1990 selon lequel le capital ne circule pas des pays développés vers les pays en développement malgré le fait que les pays en développement ont des niveaux de capital par travailleur inférieurs.

boursière et une ardente volonté gouvernementale pour la coopération sud-sud⁴. Ces attributs politiques et économiques du Maroc ont permis au Maroc d'obtenir le statut avancé avec l'Union européenne (Délégation de l'Union européenne auprès du Royaume du Maroc, 2013) et d'être également le deuxième plus grand investisseur africain en Afrique après l'Afrique du Sud (Banque Africaine de Développement 2019, 2017, p. 12).

Les récents événements du Brexit, la Covid, la guerre en Ukraine, le massacre du Sud-Soudan, le coup d'État du Niger, la présence du Wagner dans la région du Sahel, la mort lente de la Françafrique ne sont que quelques-uns des chocs géopolitiques récents qui ont contribué à l'idée que les multinationales qui se restructurent par les F&Ats évoluent dans un contexte géopolitique et institutionnel de plus en plus difficile. À cet égard, l'internationalisation des multinationales en Afrique subsaharienne (ASS) et les investissements directs étrangers africains à l'étranger s'avèrent plus risqués et compliqués pour les actionnaires et les managers à cause de la médiocrité de la gouvernance nationale en ASS.

Notre travail va s'immerger dans le phénomène des F&Ats au Maroc. La variation des flux mondiaux des investissements directs à l'étranger (IDE) a toujours été expliquée par la variation des F&Ats (CNUCED, 2019, 2018). Depuis longtemps, les F&Ats représentent une part substantielle de toutes les activités d'IDE (Parente, Kelley, Thams, et Alvarado-Vargas, 2020 ; Cai et Karasawa-Ohtashiro, 2018 ; Alimov et Officer, 2017 ; D. Lee, 2017 ; M. P. Ferreira, Santos, de Almeida, et Reis, 2014b ; Erel, Rose, et Weisbach, 2012).

Nous croyons que jusqu'à présent peu d'études ont été menées sur les F&Ats dans le contexte africain et très rarement dans le contexte maghrébin. Ceci est expliqué principalement par la récence du phénomène, la numérisation récente d'organisme publics chargé des statistiques relatives à ce phénomène (Ibrahimi et Liassini, 2021 ; Ferchichi et Souam, 2015;). Le marché des F&Ats au Maroc connaît des megadeals importants à l'instar de l'acquisition de Maroc Telecom par Emirates Telecommun Grp Co en 2013 avec 5,7 milliards de dollars et de l'acquisition de la Régie des Tabacs par le groupe Altadis pour 1,6 milliard de dollars en 2003.

Le paysage des F&Ats marocains est caractérisé par une forte présence de transactions menées par des acquéreurs étrangers en provenance des pays développés comme ceux de l'Europe, d'Amérique et ceux en provenance des pays émergents comme les pays arabes du

⁴ Le préambule de la constitution du 1^{er} juillet 2011 du Maroc stipule l'enracinement de la coopération sud-sud notamment avec l'Afrique dans toutes les actions et stratégies publiques.

golfe. Cependant, les acquéreurs marocains ont un appétit très ouvert pour les cibles étrangères situées dans des pays en voie de développement en ASS malgré les grands défis et risques que connaît cette région.

La contextualisation est fondamentale dans la théorie du commerce international (Teagarden, Von Glinow, et Mellahi, 2018) et dans la création de valeur (Ibrahimi et Taghzouti, 2014). À cet égard, le contexte africain est devenu un impératif pour les études sur les F&As en réponse au volume des opérations dans ce continent (Bridgewater Africa, 2022 ; CNBCAfrica, 2018) et à la particularité de ce marché (Amewu et Alagidede, 2019 ; Degbey et Ellis, 2017 ; Gunessee et Hu, 2020 ; Oguji et Owusu, 2021 ; Tunyi et Ntim, 2016). Notre recherche tente de comprendre le phénomène des F&Ats au Maroc à travers deux optiques importantes. En premier lieu, l'optique des facteurs de localisation dans les pays hôtes et dans les pays d'origine. En second lieu, l'optique de création de valeurs à court terme chez les actionnaires marocains à quelques jours de la date d'annonce de la F&At.

Les facteurs de localisation des F&Ats sont d'une importance cruciale et émergente, car l'appétit pour l'internationalisation est devenu grand pour la majorité des entreprises dans le monde (voir par exemple, Chunlai et Findlay, 2003; Ferreira, Santos, de Almeida, et Reis, 2014 ; Pablo, 2009 ; Shimizu, Hitt, Vaidyanath, et Pisano, 2004 ; Xie, Reddy, et Liang, 2017 ; Yang et Hyland, 2012). Le choix de cette recherche se trouve motivé par deux réponses à deux questions. La première est une réponse à une question de l'article de Shaver (2013), sur le besoin d'étude sur le mode d'entrée des entreprises. Notre réponse est claire, oui. Nous avons besoin de plus d'études sur les modes d'entrée vu l'existence des contributions non incrémentielles, l'extension des marchés, les coûts bas de la main-d'œuvre, la répartition inéquitable des richesses dans le monde, les besoins croissants des consommateurs, la dépendance du passé colonial, la qualité de gouvernance et récemment la multiplication des investissements chinois et des investissements intra-africains. La deuxième réponse est celle relative à l'article de Dunning, Kim et Park (2008, p. 158) « Mettre du vin Bold dans de nouvelles bouteilles » pour l'extension de la théorie traditionnelle du commerce international dans un contexte rarement exploré qui est celui d'Afrique et du Maghreb.

Les facteurs de localisation des F&Ats restent le cinquième thème le plus traité dans le domaine des F&As (Cumming et al., 2023). Certains stratèges considèrent que le choix d'internationalisation est influencé par deux qualifications. Premièrement, les facteurs « push » dits d'incitation et deuxièmement, les facteurs « pull » dits d'attraction. Les premiers sont liés

au marché domestique ou à celui du pays d'origine. Les seconds sont liés aux marchés étrangers ou du pays cible.

L'optique de création de valeurs est d'une importance primordiale pour les chercheurs en F&As, pour les actionnaires sur le marché boursier (Mirc, Rouzies, et Teerikangas, 2017) et même pour les médias du monde des affaires BusinessWeek (2002). La création de richesse dans les F&As repose sur la conviction que les gains s'accumulent grâce aux économies d'échelle et de gamme, aux réductions de coûts, aux synergies portentielles, au pouvoir de marché et à la réduction de la volatilité des bénéfices (Renze-Westendorf, Schiereck et Zeidler, 2009). Les déterminants de création de valeur actionnariale en utilisant la méthode des événements est le sixième thème le plus recherché dans le domaine des F&As avec une forte concentration de publication entre les années 1990 et 1998 (Cumming, Jindal, Kumar, et Pandey, 2023). La création de valeur dans les opérations des F&As et également parmi les thèmes les plus cités (Eulerich, Kopp, et Fligge, 2022). Néanmoins, ce thème de recherche est rarement examiné dans le continent africain (Amewu et Alagidede, 2018). Au Maroc, un seul article a traité les rentabilités anormales dans le cadre d'une F&A domestique (F&Ad) au Maroc. Il s'agit du travail de Meghouar et Sbai (2013) sur la fusion entre la Banque commerciale du Maroc et WafaBank qui a donné naissance à un mastodonte bancaire africain qui est le groupe Attijari Wafabank.

En Afrique, la rareté des articles scientifiques sur la performance des F&As s'avère préoccupante, exacerbée par le constat alarmant que ces écrits, souvent modestes, se confinent à une concentration singulière, focalisée exclusivement sur l'Afrique du Sud ou sur la région d'Afrique sub-saharienne. Dans ce sens, nous croyons que le moment est idéal pour contribuer à la littérature en mettant en exergue un autre marché boursier africain typiquement différent des autres marchés boursiers d'ASS car l'existence des frontières et en l'occurrence une divergence institutionnelle et légale influencent la création de valeur (Feito-Ruiz et Menéndez-Requejo, 2011). Nous mobilisons dans ce sens deux écoles pour l'explication de création de valeur, à savoir, l'école néoclassique et l'école comportementale.

1. Le Choix du contexte de recherche

Notre champ d'investigation scientifique se situe au sein du continent africain, avec une attention particulière portée sur le royaume du Maroc. Notre concentration sur les deux contextes de recherche est justifiée par la prolifération des périples marocains en ASS sous forme d'investissement en F&As. En effet, le Maroc est l'un des principaux pays hôtes des IDE européens en Afrique et le deuxième plus grand investisseur africain en Afrique (Banque Africaine de Développement, 2017) et continue son ouverture sur le continent à travers l'octroi de plusieurs privilèges pour les entreprises marocaines qui investissent en Afrique (Instruction Générale des Opérations de Change 2022, 2022). Nous retenons deux raisons pour le choix du contexte de recherche. Le premier point traite des raisons du choix du contexte africain, quant au deuxième point, il aborde les raisons du choix du contexte marocain dans l'étude des déterminants de localisation et dans l'étude des déterminants de création de valeur des F&As dans le marché marocain.

1.2 Contexte africain

La première raison réside dans le faible poids de la recherche scientifique africaine dans la production scientifique mondiale. Selon Elsevier (2018), l'Afrique génère moins de 1 % de la production scientifique mondiale et n'alloue que 1,1 % de son investissement global à la recherche et au développement (World economic forum, 2017 ; Global R&D Funding Forecast, 2016). Cette carence scientifique est fortement manifestée dans les études sur le phénomène des F&As en Afrique. Notre analyse bibliométrique dans la première partie de thèse a révélé des constats préoccupants, par exemple, la faiblesse des contributions d'institutions africaines et de chercheurs africains sur le phénomène des F&As en Afrique, la plus grande contribution africaine relevant d'une institution africaine sur le phénomène des F&As en Afrique est la chercheuse Magda Kasyoka Wilson de l'université de Johannesburg avec cinq (5) contributions. Cependant, ses principales contributions se limitent à l'Afrique du Sud et à l'ASS et écartent les pays d'Afrique du Nord. Cette flagrante pénurie de recherche souligne un besoin impérieux de renforcer les initiatives de recherche dans le phénomène des F&As en Afrique par les chercheurs africains.

La deuxième raison est le poids économique présent et futur de l’Afrique. Le continent africain est un continent de plus de 30 millions de km² (plus grand que la Chine, l’Inde et l’Europe réunies), il accueille 54 pays avec des tailles de marché importantes (Musila et Sigué, 2006, p. 578) et connaît une expansion démographique extrêmement vigoureuse. En 2050, l’Afrique accueillera 23 % de la population mondiale et elle sera considérablement plus importante que la Chine ou l’Inde (Cilliers, Hughes, et Moyer, 2011) et sera la zone géographique la plus peuplée au monde en 2100⁵. Le continent africain est également caractérisé par l’abondance des ressources naturelles qui sont principalement la raison phare des IDE entrants notamment sous forme de F&Ats (Gunessee et Hu, 2020 ; Magdalene Kasyoka Wilson et Vencatachellum, 2019 ; Gaur, Kumar, et Singh, 2014 ; Stucchi, 2012). Les ressources naturelles sont considérées comme de principaux moteurs de la croissance de l’Afrique (Oguji et Owusu, 2021, p. 6 ; Kaulihowa et Adjasi, 2018, p. 1 ; Bokpin, Mensah, et Asamoah, 2015, p. 608 ; Vaaland, Soneye, et Owusu, 2012). En outre, l’Afrique promet de meilleures perspectives économiques (Marincola et Kariuki, 2020 ; Frankema et van Waijenburg, 2018) notamment avec le déclin prévu des économies des États-Unis et de l’Union européenne, le monde connaîtra la forte montée économique de la Chine, de l’Inde et de l’Afrique.

La troisième raison est l’émergence du paramètre institutionnel qui est fondamental dans l’analyse des investissements en Afrique. Comme cité, l’Afrique qui est riche en ressources naturelles et intéresse plusieurs investisseurs étrangers (UNCTAD, 2020, p. 31) n’est pas ouverte au commerce international (Oloyede, Osabuohien, et Ejemeyovwi, 2021) et sa qualité de gouvernance est médiocre et reste un grand défi (S. A. Asongu, Kossele, et Nnanna, 2021 ; Fombad, 2021 ; Hope, Sr, 2020). L’Afrique est le continent qui connaît plusieurs conflits politiques, notamment un des plus anciens concernant le conflit du Sahara occidental⁶ (Sansanwal et Kamath, 2020). Les institutions informelles comme la culture nationale, la langue, la religion et les liens de colonisation restent des indicateurs pris en considération par plusieurs études sur les IDE et les F&Ats en Afrique pour trois raisons. Premièrement, l’Afrique est un continent multiculturel (Wright et Xiao, 2020 ; Idang, 2015). Deuxièmement, le continent africain accueille également plusieurs religions (Gez, Beider, et Dickow, 2021 ; Pew Research Center’s, 2015) et plusieurs langues locales et secondaires héritées du colonialisme (Wild, 2021 ; Are, 2013) ce qui conduit éventuellement à des tensions ethniques et des guerres (Basedau et

⁵ <https://population.un.org/wpp/Graphs/DemographicProfiles/Line/900>

⁶ Le terme Sahara occidental est un terme géographique et fera référence dans cette thèse au territoire du sud du Maroc qui est sous souveraineté marocaine.

De Juan, 2008). Troisièmement, l'histoire coloniale a été par ailleurs retenue comme indicateur par Makino et Tsang (2011), car les liens historiques ne doivent pas être exclus de toute analyse globale des décisions d'IDE et que l'Afrique reste le contexte idéal pour les études sur l'impact de l'expérience coloniale sur les acquisitions étrangères (Ellis et al., 2018) à cause du passé colonial que le continent a connu.

La quatrième raison dérive de la doctrine marocaine en Afrique, « L'Afrique doit faire confiance à l'Afrique » et de la coopération sud-sud avec les pays d'ASS et du Sahel qui est un trait constitutionnel purement marocain. En réalité, le Maroc renforce cette stratégie à travers sa politique commerciale et d'investissement en procédant à plusieurs opérations de F&Ats et en substituant la France en Afrique.

Ces caractéristiques font de l'Afrique un terrain d'investissement très particulier. Le continent africain est marqué par la forte course entre les grandes puissances économiques telles la Chine, les États-Unis, l'Europe, l'Inde et le Japon (S. Chakrabarti et Ghosh, 2014). D'après McKinsey & Company Inc (2017) et Swiss-african business circle (2021). La Chine est le premier investisseur et partenaire économique, elle occupe plus que 50 % sur le marché africain, avec un taux de croissance d'investissement annuel de 40 % (Jayaram, Kassiri et Irene, 2017). D'autres pays comme l'Afrique du Sud, le Maroc et l'Égypte privilégient également d'y investir pour substituer plusieurs investisseurs européens comme la France qui est dorénavant rejeté par plusieurs populations et gouvernements africains.

1.2 Contexte marocain

Premièrement, le contexte géographique et institutionnel économique du Maroc. Le Maroc fait partie des pays africains qui accueillent souvent des IDE étrangers et effectuent plusieurs investissements en ASS. Le choix du Maroc n'est pas anodin, il s'agit d'un des rares pays d'Afrique du Nord à traverser pacifiquement le printemps arabe, ce qui fait de lui un sujet préoccupant de recherche pour les F&Ats (Battisti, Christofi, Vrontis, et Nirino, 2021). Il s'agit également de la porte d'entrée en Afrique (Financial Times, 2021), il dispose par ailleurs, d'un environnement d'affaires différent de celui des pays d'ASS (Tunyi et Ntim, 2016), il hôte la deuxième plus grande capitalisation boursière en Afrique à travers la Bourse des valeurs de Casablanca (BVC) (Banque mondiale, 2023b, 2023a) et dispose d'une économie très diversifiée (Haddad, Araújo, Chawki, El-Mansoum, et Masnaoui, 2023). Le Maroc accueille le

plus grand centre financier panafricain et le troisième plus grand centre financier dans la région MENA qui est celui de Casablanca Finance City (CFC) (Global Financial Centres Index, 2023).

Deuxièmement, le Maroc est doté de ressources faibles en énergies fossiles et s'oriente vers les énergies alternatives. Réellement, le Maroc est un pays africain pauvre en ressources naturelles comme le pétrole et le gaz (OPEC, 2022) mais continue de faire l'objet de plusieurs d'explorations et promet une abondance de ressources minières (Chariot Limited, 2022 ; Predator Oil & Gas Holdings, 2022 ; ONHYM, 2018). Dans ce sens, plusieurs opérations de F&Ats ont eu lieu dans le secteur du pétrole et gaz au Maroc. Cependant, le pays, pour pallier sa facture énergétique et sa dépendance énergétique, investit davantage dans les énergies alternatives (Ourya et al., 2023 ; Boulakhbar et al., 2020) et attire récemment des investissements dans ce type d'énergie (Berahab et Zarkik, 2023). Dans ce sens, la faiblesse des ressources naturelles et la concentration sur les énergies alternatives, pourraient biaiser plusieurs études qui voient que les ressources naturelles sont les principaux motifs des F&Ats entrantes en Afrique.

Troisièmement, l'influence de l'enjeu politique sur les IDE entrants et sortants. En effet, les Emirats arabes unis (EAU) et l'Arabie Saoudite sont à la course des investissements visant le Maroc. D'après Malik (2021) et Aswik (2017, p. 103-116), le lien politique entre le Maroc et les pays du golfe a un fondement historique et politique qui est renforcé par les IDE des monarchies du golfe (voir par exemple, Gouvernement du Maroc, 2023 ; L'économiste, 2023 ; Office des changes, 2023). Les relations politiques ont intervenu lors des deals de F&Ats comme la cession de Maroc Télécom à Emirates Telecommunications Group Company PJSC après l'opposition du gouvernement marocain qui dispose du veto dans le conseil de surveillance à l'offre du soumissionnaire Q-tel (nouvellement Ooredoo) du Qatar et en privilégiant l'offre du soumissionnaire Emirates Telecommunications Group Company PJSC suite au rapprochement politique entre les EAU et le Maroc (Reuters, 2013a, 2013b ; BFMTV, 2012). Dans la même perspective, plusieurs auteurs voient que le Maroc exerce une diplomatie économique et commerciale à travers la multiplication des IDE et des F&Ats vers l'ASS pour l'adhésion à l'Union africaine et la reconnaissance de la souveraineté historique et politique du Maroc sur les territoires du Sahara occidental (Ibrahimi et Liassini, 2021).

Quatrièmement, l'ancienneté du phénomène et l'adhésion du Maroc dans plusieurs échantillons dans des études sur les déterminants de localisation et de création de valeur dans les F&Ats. Concrètement, le Maroc a connu l'une des opérations les plus anciennes en Afrique du nord

avec la fusion d'Air atlas et Air Maroc en 1953 ainsi que la fusion de CTM et Lignes nationales en 1969. En outre, le Maroc fait partie de plusieurs échantillons manipulés par plusieurs chercheurs dans des études sur la création de valeurs comme Ibrahim, Amine et Taghzouti (2021) ; Amewu et Alagidede (2018) ; Chalencon et Mayrhofer (2018) ; Degbey et Ellis (2017) ; Tunyi et Ntim (2016) et Soussa et Wheeler (2006). En outre, plusieurs études fréquemment citées sur les déterminants des F&As ont intégré le Maroc dans leurs études comme Di Giovanni (2005) ; Lundqvist, Liljebloom, Löflund et Maury (2019) ; Tunyi et Ntim (2016) et Yen et André (2019). Jusqu'à présent, une seule étude mettant en évidence le phénomène des F&As au Maroc a pris la forme de recherche axée sur le phénomène a été réalisée par Ibrahim et Liassini (2021). Cependant, la majorité des études sur les F&As au Maroc ont pris la forme d'études de cas comme celles de ; Makayssi, Alaoui et Loulid (2021), Lemrajni (2019) et Meghouar et Sbai (2013).

Le Maroc se démarque ainsi comme un terrain d'étude fascinant sur les F&As, conjuguant son ancrage africain et méditerranéen tout en arborant une singularité marquante de sa diplomatie par rapport aux autres pays du continent, de la région MENA et de la méditerranée.

2. Problématique et questions de recherche

Notre thèse met en exergue deux questions de recherche. La première se penche sur les facteurs transnationaux influençant la localisation de l'activité des F&As sur le marché marocain, tandis que la seconde examine les déterminants de la création de valeur à court terme, spécifiquement lors de l'annonce de la F&At opérée au moins par une entreprise marocaine cotée à la BVC.

L'analyse des facteurs transnationaux de localisation sera divisée en deux optiques. La première optique prendra en charge l'analyse des facteurs afférents aux pays cibles. La deuxième optique examinera les facteurs de localisation à partir de l'optique du pays d'origine.

À cet égard, nous mobilisons, pour l'analyse des pays cibles, les avantages de localisation de Dunning (2000, 1998, 1988) (recherche de marchés et recherche des ressources naturelles), les institutions formelles et informelles qui dérivent de la théorie institutionnelle de North (1991) et Scott (1995). Nous exploitons également, pour les déterminants du pays d'origine, la

trajectoire du développement d'investissement (TDI) de Dunning (1986, 1981) ; Dunning et Narula (1993) et la théorie des institutions de North (1991) et Scott (1995).

La deuxième question est relative aux déterminants de la création de valeur auprès des actionnaires. La réponse à cette question demeure anecdotique et subjective dans la mesure où il n'y a jamais eu de consensus auprès des chercheurs et que la majorité d'entre eux relativisent leurs conclusions au contexte géographique. À notre connaissance, jusqu'aujourd'hui, aucune étude n'a examiné la création de la richesse auprès des actionnaires d'entreprises marocaines autour de la date d'annonce d'une F&A sur la BVC. La majorité des chercheurs qui ont travaillé sur la question de création de la richesse ont intégré les transactions marocaines dans leurs échantillons d'Afrique ou de la région MENA. Cette adhésion du Maroc dans les échantillons de la région MENA ou d'Afrique, fausse les résultats et les interprétations, car plus le contexte géographique est large, plus les interprétations sont générales et sont relativisées à la région et pas au pays. Cette remarque sur la divergence de l'environnement des affaires marocain avec les autres environnements africains a été mise en relief par l'étude de Tunyi et Ntim (2016). À cet égard, notre recherche sur les déterminants de création de richesse fait appel à la méthode d'événement, la théorie des marchés efficients de Fama (1991); Fama, Fisher, Jensen et W. Roll (1969), la théorie du signal de Spence (1973) ainsi que dans une certaine part par la théorie de l'apprentissage organisationnel de Levitt et March (1988) et Fiol et Lyles (1985); , la théorie d'agence de Jensen et Meckling (1976) et la théorie de la Law and Finance de La Porta et al. (1998).

En considération de l'ensemble des constatations empiriques, des insuffisances relevées dans le corpus de recherche, de l'ampleur de l'influence contextuelle, ainsi que de l'émergence du contexte africain et, enfin, des incidences de certains événements géopolitiques et économiques au Maroc, nous formulons ainsi les questions de recherche suivantes.

Quels sont les déterminants transnationaux qui influencent le choix de localisation de l'activité des F&As au Maroc ? Est-ce que l'annonce des opérations des F&As marocaines crée de la valeur pour les actionnaires marocains acquéreurs et/ou cibles à court terme dans la bourse de valeurs de Casablanca ? Quels sont les déterminants qui influencent cette création ou destruction de valeur ?

3. Méthodologie et données

Dans tout travail de recherche réside une impérative nécessité d'établissement de posture épistémologique pour établir le cadre conceptuel dans lequel le travail évolue. Dans cette quête perpétuelle de la connaissance, nous adoptons une posture épistémologique idéale et contextuelle.

Dans le cadre de la première question de recherche, nous adoptons une posture épistémologique positiviste. Conformément aux écrits de Thietart (2014, p. 170), nous considérons que notre recherche est premièrement influencée par l'objectif dualiste caractérisé par une recherche dans laquelle, nous sommes loin du phénomène. La recherche est également caractérisée par l'existence d'une détermination naturelle vue l'existence des associations constatées par le biais de l'observation empirique des faits et les liens de causalité entre les variables exogènes et les variables endogènes. Cependant, nous remettons en question l'idée que la réalité est appréhendée de manière objective et nous reconnaissons les limites de la neutralité scientifique absolue et le critère de contextualisation. Dans ce sens, les positivistes misent profondément sur la compréhension des phénomènes dans leur contexte spécifique. Troisièmement, nous déployons des théories pour expliquer des associations et des faits dans la réalité. Ces théories seront confrontées à la réalité pour le test.

Cette décision méthodologique nous conduit à une démarche de raisonnement hypothético-déductive. Dans cette démarche de raisonnement, la formulation d'hypothèses est éclairée par la littérature existante et constitue le catalyseur initial de la recherche. Il s'agit d'une voie dialectique de la raison, cherchant à élucider la vérité à travers une série de déductions logiques entrelacées de manière systématique. Selon Park, Konge et Artino (2020), le modèle hypothéticodéductif s'appuie sur la vérification d'hypothèses a priori et l'expérimentation en opérationnalisant des variables. Cette première question de recherche utilise des tests d'hypothèses inspirés de travaux empiriques sur les IDE et/ou sur les F&Ats. Dans cette perspective, nous faisons appel aux théories (OLI) de Dunning (2000, 1993) ; Dunning (1986), Dunning et Narula (1993) et de la théorie des institutions de North (1991).

Nous adoptons par ailleurs, et conformément à Thietart (2014, p. 172), une démarche de recherche quantitative, car cette démarche est sollicitée pour tester des théories dans le cadre d'une démarche hypothético-déductive. La première question de recherche est guidée par une

optique de vérification. À cet égard et, comme cité par Brabet (1988), Hammersley (1999) et Thietart (2014, p. 121) l'analyse quantitative est la démarche idéale.

Nous collectons nos données sur le volume des F&Ats de deux bases de données, à savoir la base de données de Zephyr du bureau Van dijk qui est une entreprise filiale de Moody's Analytics et la base de données Refinitiv de London Stock Exchange Group (LSEG). Nous fusionnons ces deux bases de données pour ne pas laisser échapper des opérations de F&As. Nous procédons également à l'élimination des doublons, créant ainsi un ensemble de données consolidé et dédoublonné.

Afin d'analyser les données relatives à la première question de recherche relative aux déterminants de localisation, nous choisissons la régression de panel. Le choix de la régression de panel est justifié premièrement par l'existence des données endogènes « dépendantes » qui prennent la forme des entiers naturels et qui varient dans le temps (données longitudinales), deuxièmement par son utilisation par des chercheurs dans des articles fréquemment cités travaillant également sur les déterminants de localisation à l'instar de Tunyi et Ntim (2016) et Deng et Yang (2015). La régression panel est très sollicitée, car elle octroie plus de degrés de liberté, plus de variabilité, plus d'informations et moins de multicollinéarité entre les variables, améliorant ainsi l'efficacité économétrique. Par ailleurs, l'analyse panel fournit des informations à partir d'un ensemble de données sur le comportement de la section transversale observée dans le temps (Fitrianto et Musakkal, 2016).

Dans le cadre de la deuxième question de recherche relative à l'examen des déterminants de création de valeur actionnariale dans les F&Ats marocaines et conformément à Thietart (2014, p. 170) et dans les mêmes motivations de choix positiviste évoquée dans la première question ci-haut, nous cherchons à tester un objet théorique en étant dans une approche de vérification ou de test d'hypothèse, la garantie d'objectivité et le degré de rigueur et de précision sont respectés à travers l'exploitation des données de nature numérique et en prenant en considération la subjectivité, la contextualisation et la critique de l'objectivité absolue.

Pour la méthode de raisonnement et la démarche de recherche, nous adoptons, la démarche hypothético-déductive quantitative, car comme citée par Y. S. Park et al. (2020) ce modèle est le plus aligné avec le paradigme positiviste. En l'occurrence, l'optique de vérification guide la démarche de recherche et comme cité par Brabet (1988), Hammersley (1999) et Thietart (2014, p. 121). Dans ce sens, l'analyse quantitative est la démarche idéale à adopter.

Pour la question de recherche des déterminants de création de valeur, nous travaillons en deux phases. La phase initiale traite la création de valeurs à travers la méthode d'événement. La seconde phase analyse l'influence des déterminants micros (relatif à l'entreprise), macro (relatif au pays) sur les RAMCs issus de la méthode d'événement à travers une régression transversale paramétrée par la méthode des moindres carrées ordinaires. Nous détaillons dans les paragraphes suivant les détails d'analyse des données dans chaque phase.

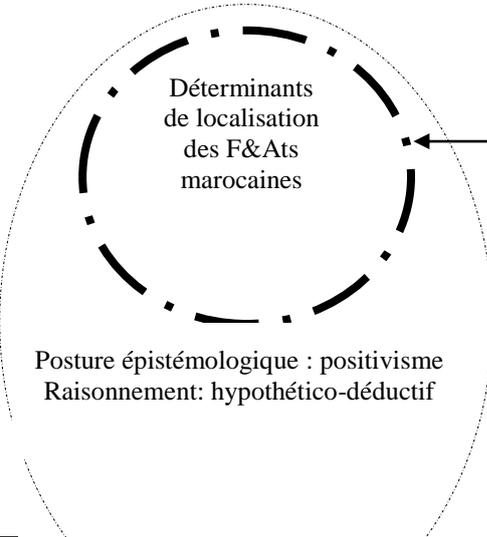
Pour la phase préliminaire, nous faisons appels à la méthode d'événement dans la cadre de la forme semi-forte de l'efficience des marchés. Fama qualifie les « études d'événements » de tests semi-forts des ajustements des prix aux annonces publiques (Fama, 1991, p. 1577). Nous exploitons la méthode d'étude d'événement de Fama, Fisher, Jensen et W. Roll (1969) en fixant la date d'annonce de la F&At comme date d'information de transaction au jour (J0) et nous attendons à voir ses répercussions sur le prix des actifs financiers sur le court terme à travers les rendements anormaux (RAs). Dans l'étude d'événement, nous fixons une fenêtre à court terme pour plusieurs raisons. Premièrement, cette fenêtre est la plus utilisée dans la littérature (voir par exemple, Opoku-Mensah et Yin, 2023; Martynova et Renneboog, 2008) et deuxièmement, les analyses sur des fenêtrés de court terme ne prennent pas en considération les données périmées (MacKinlay, 1997). Nous retenons le modèle du marché pour notre interprétation suite à sa performance en termes de traitement des problèmes d'hétéroscédasticité et d'auto-corrélation, d'élimination des rendements incorporés dans les rendements de marché et la supposition d'une distribution normale (MacKinlay, 1997; Armitage, 1995).

Pour la deuxième phase, nous exploitons la régression transversale paramétrée par la méthode des moindres ordinaires. L'analyse par régression transversale pour l'étude de l'influence des déterminants sur la création de valeur dans les opérations de F&Ats ont été fortement utilisés dans des travaux fréquemment cités à l'instar d'Erel et al. (2012) et d'autres études plus récentes comme celles de Shetty et al. (2019) et Arik et Kutan (2015). La régression transversale est réputée par son applicabilité ainsi qu'à sa flexibilité dans les explications des RAs, car elle permet premièrement d'étudier l'influence des RAs en fournissant des informations sur les facteurs qui déterminent l'impact de l'événement sur les rendements des titres.

Finalement, nous veillons à ce que nos design (architecture) de recherche pour les deux questions de recherche examinées dans cette thèse, soient cohérents en calquant avec les

différentes étapes citées par Thietart (2014, p. 169) et dans le respect des étapes de recherche de la démarche hypothético-déductive quantitative citées dans le travail de Tariq (2015, p. 229).

Le modèle conceptuel de cette recherche qui présente les postures épistémologiques, les différentes hypothèses à examiner ainsi que la méthode d'analyse des données est présenté dans la page suivante.



Croissance économique (H1)	+H1b	Développement économique et institutionnel	TDI de Dunning (1981, 1986) (Pays d'origine)		
	+H1d				
	- H2b			Dunning (1998)	Paradigme OLI (Pays cible)
	- H2d				
	+H3b			Dunning (1980, 1993)	
+H3d					
Ressources naturelles (H4)	+H4b	Institutions formelles	Théorie des institutions North (1991) et Scott (1995)		
Développement institutionnel (H5)	+H5b				
Croissance du marché (H1)	+H1a	Institutions informelles			
	+H1c				
Taux de change (H2)	+H2a	Institutions formelles			
	+H2c				
Ouverture commerciale (H3)	+H3a	Institutions formelles			
	+H3c				
Ressources naturelles (H4)	+H4a	Institutions formelles			
	+H4c				
Qualité de gouvernance nationale (H5)	+H5a	Institutions formelles			
	+H5c				
Affinité politique (H6)	+H6a	Institutions formelles			
	+H6b				
Nombre des représentations diplomatiques (H7)	+H7a	Institutions formelles			
	+H7b				
Visites des dirigeants (H8)	+H8a	Institutions formelles			
	+H8b				
Formes de gouvernement (H9)	+H9a	Institutions formelles			
	+H9b				
Distance culturelle nationale (H10)	+H10a	Institutions informelles			
	+H10b				
Distance religieuse (H11)	-H11a	Institutions informelles			
	-H11b				
Distance linguistique (H12)	-H12a	Institutions informelles			
	-H12b				
Histoire coloniale (H13)	+H13a	Institutions informelles			
	+H13b				

Régression panel
Echantillon = 256

Déterminants de localisation et de création de valeur

Régression transversale
Méthode d'événement
Echantillon = 42

Posture épistémologique: positivisme
Raisonnement: hypothético-déductif



Fama (1991) ; Fama, Fisher, Jensen, & W. Roll (1969) et Spence (1973, 1974)	A) Création de valeur actionnariale	+H 14a	Performance globale (H14a) et (H14b)
		+H14b	
Fiol et Lyles (1985) ; Levin et March (1988) ; Jensen et Meckling (1976) et La Porta et al. (1998).	B) Déterminants de la création de valeur	H15a	Fuites d'informations avant l'annonce de F&As (H15)
		+ H16	Taille de la cible (H16)
		+ H17	Mandat du dirigeant de l'acquéreur (H17)
		+H18	Expérience de l'acquéreur (H18)
		+H19	Secteurs partagés (H19)
		+H20	Protection des actionnaires (H20)

4. Intérêts et apports de la thèse

Ce travail de recherche qui englobe deux questions de recherche peut contribuer à la littérature sur les F&Ats en général et à celle des F&Ats en Afrique et au Maghreb en particulier. Les implications de cette recherche sont d'ordre (1) théorique ; (2) méthodologique ; (3) scientifique ; (4) managérial et d'investissement ; (5) gouvernemental et règlementaire.

4.1 Intérêts théoriques

Dans l'ensemble, cette thèse offre une nouvelle perspective pour une relecture et une extension, en premier lieu, du paradigme OLI, de la théorie du TDI et de la théorie des institutions dans notre travail sur les déterminants transnationaux. En second lieu, cette thèse élargit la compréhension du champ de recherche sur les déterminants de création de valeurs chez les actionnaires d'entreprise marocaines dans le deuxième plus grand marché boursier africain.

La contextualisation a toujours été prise en considération dans les disciplines de sciences de gestion comme la théorie du commerce international (Michailova, 2011) et en finance comme dans le cas de la création de valeur (Chalencon et Mayrhofer, 2018). Par exemple, des chercheurs comme Fainshmidt, Judge, Aguilera et Smith (2018) ont insisté sur l'intégration d'autres contextes hors les pays occidentaux pour vérifier l'impact de l'hétérogénéité des environnements locaux sur la performance (Aybar et Ficici, 2009) et d'autres ont recommandé l'intégration des pays africains dans des études sur les décisions d'internationalisation (Tunyi et Ntim, 2016).

Nous avons été motivés par les lacunes de recherche concernant l'étude des déterminants dans le contexte africain en général et magrébin en particulier. Nous répondons à la demande de Dunning, Kim, et Park (2008, p. 158) au sujet de l'examen du paradigme OLI dans d'autres contextes. Nous testons également la trajectoire du développement des investissements dans le contexte africain composé principalement de pays en développement, Djokoto et Pomeyie (2021). Nous vérifions, par ailleurs, la théorie des institutions dans des pays avec une grande distance culturelle et de grands écarts de gouvernance nationale (van Hoorn et Maseland, 2016).

Nous enrichissons l'enveloppe du paradigme OLI, la théorie de la TDI, la théorie des institutions et la théorie des finances en ciblant plusieurs déterminants ayant un lien avec les avantages de localisation, le développement institutionnel, l'histoire, la culture et les relations diplomatiques internationales entre 2005 et 2021.

Nous constatons, que l'examen des théories dans le contexte marocain enrichit la littérature théorique et empirique, vu que le contexte marocain semble différent des autres pays africains en matière de ressources naturelles, d'institutions formelles, de culture, de conflits géopolitiques et de relations diplomatiques.

Nous avons été également motivées par la rareté des études sur la problématique de création de valeur auprès des actionnaires autour de l'annonce de l'opération de F&At en Afrique. Cette étude paraît particulière, vu qu'elle contribue à l'idée de la relativité, de l'applicabilité des théories. Nous croyons par ailleurs que l'Afrique est un contexte propre aux études de création de valeur dans les opérations de F&As et que les études sur l'Afrique du Sud et sur l'ASS ne peuvent pas être généralisées sur tout le continent africain. Les conclusions sont très générales et ne tiennent pas compte des particularités de participation des entreprises cotées en Bourse ainsi que de l'orientation de l'Etat. Finalement, nous croyons que la théorie sur la création de valeur repose largement et principalement sur des études menées dans des pays développés. Cependant, l'Afrique émerge comme un contexte distinct qui déroge à cette théorie. Nous étions surpris par exemple que nos résultats sur l'absence de création de richesse significative chez les entreprises marocaines cibles, ce qui n'est pas cohérent avec la majorité des résultats fréquemment trouvés par les chercheurs. Nous étions également stupéfaits par l'influence négative de certains déterminants comme la durée de mandat des PDG de l'entreprise acquéreuse et la protection des investisseurs minoritaires dans le pays hôte sur la création de valeur actionnariale des entreprises acquéreuses autour de la date d'annonce de la F&At.

4.2 Intérêts méthodologiques

Le parti pris de la première partie de recherche afférente aux déterminants de localisation a été de s'inscrire dans une logique d'examen d'hypothèse jamais testé dans le contexte marocain. Nous nous sommes approchés de la réalité du marché marocain des F&Ats à travers la vérification de l'impact de certaines variables ayant un lien avec la réalité économique, institutionnelle et culturelle du Maroc ainsi que l'actualité politique et diplomatique. D'après

Xie, Reddy et Liang (2017), la majorité des travaux scientifiques qui examinent l'impact des déterminants sur les F&Ats adoptent des techniques statistiques comme le modèle de régression de Tobit, régression logistique, méthodes de moindres carrés, mais peu d'études adoptent la régression Panel. Dans ce sens, nous essayons d'appliquer ce type de régression, démontrant ainsi son avantage et ses particularités aux autres méthodes.

Nous apportons également de nouvelles variables explicatives ayant un impact sur les F&Ats sortantes du Maroc et entrantes au Maroc. Nous citons par exemple.

- Incorporation des déterminants au niveau du pays d'origine et au niveau du pays cible ;
- Introduction de nouvelles variables explicatives ayant lien avec l'actualité géopolitique du Maroc, à l'instar de l'affinité politique sur la question de la souveraineté du Maroc sur le Sahara occidental ;
- Inclusion de nouvelles variables explicatives relatives à l'effort diplomatique comme les visites des dirigeants (visites d'État, visites officielles, visites de travail) et le nombre des ambassades et consulats entre le pays d'origine et d'accueil ;
- Insertion de variables liées à la qualité des institutions publiques ;
- Inclusion d'une variable représentant le rapprochement politique dans les affaires internationales comme les régimes de gouvernance partagée (monarchie, oligarchie, république) ;
- Intégration de nouvelles variables mesurant la distance psychique à l'instar de la différence culturelle mesurée par l'indice de Kogut-Singh, la distance linguistique et la distance religieuse ;
- Incorporation d'une variable relative à l'histoire en manipulant le passé colonial entre le pays d'origine et le pays cible.

Les sources de nos échantillons ont été multipliées et ont fait l'objet de contrôle. En effet, notre échantillon final a été le fruit d'une/d'un :

- Combinaison de deux bases de données utilisées largement par la communauté scientifique, à savoir Refinitiv et Zephyr. La fusion de ces deux bases de données a donné naissance à une nouvelle base de données finalisée, consolidée et qui ne laisse échapper aucune opération. Nous remédions aux problèmes constatés par Netter et al. (2011) sur l'élimination de petites transactions et l'élimination des opérations mettant en jeu des entreprises non cotées.

- Contrôle des différentes caractéristiques de ces variables s'est fait au niveau de l'administration fiscale marocaine (Direction générale des impôts du Maroc) (DGI). Par exemple, les informations sur la taille de l'entreprise à travers la dimension du chiffre d'affaires ont été collectées auprès de la liasse fiscale normale et simplifiée. L'information sur la deuxième dimension de taille, à savoir l'effectif du personnel, a été collectée auprès de la déclaration des traitements et des salaires communément connus par l'État 9421. Finalement, la nature d'activité des deux entreprises impliquées dans la fusion a été contrôlée via l'activité mentionnée au niveau de la taxe professionnelle.

Dans la deuxième partie de cette thèse, nous déployons en premier lieu l'étude d'évènements pour mesurer l'impact de l'annonce de la F&At sur la création de valeur (performance globale) chez les actionnaires marocains à court terme. Nous travaillons sur une courte fenêtre à travers une période d'estimation fixée à 120 jours, 45 jours entre l'estimation et l'évènement et 15 jours après l'annonce de la F&At.

- Nous choisissons le modèle de marché en prouvant son avantage par rapport aux autres modèles comme le modèle ajusté à la moyenne et le modèle ajusté au marché.
- Nous déployons, en second lieu, la régression transversale en paramétrant la méthode des moindres carrés dans l'étude des déterminants de création de valeur à l'échelle de l'entreprise et à l'échelle du pays hôte. À notre connaissance, cette étude est la première étude qui analyse les déterminants de création de valeur lors de l'annonce de l'opération de F&At marocaine.

Pour l'étude de l'influence des déterminants sur la création de valeur boursière, nous collectons des déterminants (variables explicatives) qui ont un lien avec :

- La théorie d'apprentissage organisationnel comme l'expérience de l'acquéreur en termes de F&Ats ;
- La théorie d'agence comme la durée du mandat du PDG de l'entreprise acquéreuse (choix justifié par l'existence de PDG ou de président du directoire à la tête des entreprises marocaines depuis longtemps et qui effectuent de nombreuses F&Ats à l'instar d'AWB, BCP, Maroc Telecom, Saham, Jet Alu Maroc) ;
- La théorie de la law and finance avec le degré de protection des investisseurs minoritaires dans le pays hôte.

4.3 Apports scientifiques

Nous présentons des informations sur le nombre croissant d'études sur les déterminants des F&Ats. Nous concluons que notre étude pallie plusieurs lacunes constatées dans les travaux empiriques antérieures et mobilise en outre plusieurs variables contextuelles et des variables d'actualité.

Premièrement, nous constatons que la plupart des études dans ce domaine se concentrent sur des pays développés. Ce travail essaye de progresser dans la compréhension des décisions d'internationalisation en travaillant sur l'internationalisation entre des pays en développement et des pays développés ou émergents.

Deuxièmement, à l'opposition de plusieurs travaux empiriques sur le phénomène des F&Ats en Afrique comme ceux de Gunessee et Hu (2020) ; Tunyi et Ntim (2016) ; Magdalene Kasyoka Wilson et Vencatachellum (2019) qui ont écarté la variable institutionnelle informelle, nous intégrons conformément à la demande de Buckley (2002) plusieurs dimensions des institutions informelles, à l'instar de la distance culturelle nationale, de la religion, de la langue et du passé colonial. Nous misons sur les institutions informelles, car elles sont devenues impératives pour la compréhension du phénomène d'internationalisation des entreprises (Dau et al., 2022; Mondolo, 2019; Beugelsdijk et al., 2018).

Troisièmement, nous complétons les études empiriques sur les F&As africaines en incluant des variables diplomatiques telles que l'affinité politique sur la question de la souveraineté du Maroc sur le Sahara occidental, le nombre des visites officielles des dirigeants des pays (rois, chefs de gouvernement ou ministres), le nombre des représentations diplomatiques entre les pays acquéreurs et les pays cibles et enfin le régime de gouvernement entre les pays acquéreurs et les pays cibles. Les différentes recherches empiriques consultées ont révélé que la majeure partie des travaux montrant l'influence des facteurs diplomatiques et politiques sur les IDE ont été examinés dans la zone asiatique, comme la Chine Sun et Liu (2019) et Matura (2019), ainsi que la Corée du Sud G. Park et Jung (2020). Cependant, aucune recherche sur l'influence des facteurs diplomatiques et politiques sur les IDE n'a été menée en Afrique. Notre objectif est également de mesurer le degré de pénétration de la variable diplomatique dans les IDE notamment à travers les F&Ats au Maroc. Le roi du Maroc Mohammed VI⁷ déclare que l'affaire

⁷ Discours royal du 20 août 2022 à l'occasion du 69^e anniversaire de la Révolution du Roi et du peuple.

du Sahara occidental est « le prisme à travers lequel le Maroc considère son environnement international, et l'aune qui mesure la sincérité des amitiés et l'efficacité des partenariats que le royaume établit ». Dans ce sens, nous croyons que ce sujet est d'une émergence vitale dans le champ du commerce international maghrébin, arabe et africain.

Quatrièmement, très rares sont les études qui exploitent les indicateurs du pays d'origine et du pays cible. Cette recherche a pris en considération ces caractéristiques pour permettre une analyse plus exhaustive du phénomène, en particulier avec l'existence des différences plus prononcées entre les pays (P. Ghemawat, 2001).

Quant à la richesse créée chez les actionnaires par l'annonce de l'opération de F&A sur le court terme, notre étude prend en considération la performance boursière dans les entreprises marocaines. Degbey et Ellis (2017) considèrent que la nouveauté du phénomène en Afrique et la particularité du continent doivent encourager les chercheurs à fournir davantage de recherches sur la création de valeurs. Notre travail empirique va vers la même trajectoire. Nous essayons d'étudier alors en premier lieu la création de valeur chez les entreprises marocaines acquéreuses et cibles cotées à la Bourse de valeurs de Casablanca (BVC) qui est la deuxième plus grande bourse en termes de capitalisation boursière en Afrique. En deuxième lieu, nous intégrons l'étude des déterminants de création de valeur actionnariale afin d'identifier les principaux facteurs liés à l'entreprise et au pays qui contribuent à la création de valeur. À notre connaissance, rares sont les études qui ont intégré le Maroc dans leurs échantillons de la région MENA. Néanmoins, le faible nombre de transactions marocaines dans la région MENA et le volume élevé de transactions dans les pays du Golfe et en Israël font que ces recherches ne peuvent pas tirer de conclusions probantes.

4.4 Apports managériaux et d'investissement

Cette recherche apporte plusieurs contributions non seulement pour les managers mais aussi pour les investisseurs. En premier lieu, nous exposons les implications destinées aux managers qui sont les vrais décideurs des opérations d'internationalisation des entreprises, puis nous abordons les répercussions spécifiques pour les actionnaires.

4.4.1 Contributions managériales

Les managers des multinationales marocaines doivent prendre en considération la croissance de la taille du marché des pays d'accueil étrangers, il est également recommandé de procéder à l'internationalisation par process en commençant par exportation puis passer aux IDE sous forme de F&Ats. En outre, il est recommandé pour les managers des multinationales marocaines d'acquérir des cibles dans des pays avec qui ils partagent au moins une langue commune. La langue commune leur sera utile particulièrement au moment des négociations et facilitera l'intégration post-fusion.

Les managers des multinationales étrangères doivent penser à choisir le Maroc comme pays hôte à cause de la qualité de ses institutions publiques et à cause de son ouverture sur le commerce international. En l'occurrence, toute opération de F&At réalisée au Maroc leur permettra de servir des marchés voisins comme les marchés européens ou africains.

4.4.2 Contribution d'investissements

Pour les traders spéculatifs, ce travail de recherche leur permettra de choisir les fenêtres idéales autour de la date d'annonce d'une F&At opérée par un acquéreur marocain pour acheter et vendre en dégagant des gains substantiels. En outre, les investisseurs devraient faire confiance aux entreprises marocaines qui effectuent de nombreuses opérations de F&Ats, doivent pallier ou contrôler les choix des dirigeants avec de mandats de longues durées dans les décisions stratégiques comme les F&Ats particulièrement dans le secteur bancaire.

4.5 Apports gouvernementaux et réglementaires

Cette thèse apporte une contribution au domaine des politiques publiques en fournissant des éclairages et des recommandations pertinentes pour les sphères gouvernementales et réglementaires.

Dans ce contexte, nous présentons les recommandations gouvernementales et réglementaires liées à la dimension économique et commerciale, à la dimension institutionnelle, aux enjeux politiques et diplomatiques, aux défis énergétiques, et enfin aux enjeux culturels.

4.5.1 Recommandations économiques et commerciales

Les policy-makers marocains doivent améliorer le tissu économique du Maroc pour contribuer à la croissance économique et attirer davantage d'entreprises étrangères. Le gouvernement marocain doit s'impliquer plus dans la signature et la mise en œuvre des accords de libre-échange ou éventuellement rejoindre des groupements régionaux pour attirer les entreprises étrangères à investir au Maroc. Dans ce sens, le gouvernement actuel devrait préparer les entreprises à la Zone de Libre Echange Continentale Africaine (ZLECAF). L'État marocain doit également penser à flotter encore plus le dirham ou à le dévaluer pour attirer les acquéreurs étrangers.

4.5.1 Recommandations institutionnelles

Les autorités marocaines doivent en outre penser à améliorer la qualité des institutions publiques au Maroc, à l'instar de la lutte contre la corruption, du respect de la loi, de la stabilité politique et de l'efficacité du gouvernement.

Les régulateurs du marché doivent impérativement consolider et renforcer les contrôles des délits d'initié dans le marché boursier marocain. Certes, que nos résultats pour la période de pré-annonce [-5,-1] sont faiblement significatifs pour le modèle du marché et significatifs pour le modèle ajusté au marché, mais nous recommandons à l'Autorité marocaine de marché de capitaux (AMMC) de capitaliser sur les sanctions légales (à l'instar des articles 9, 42, 43, 44 de la loi 43-12) pour préserver l'intégrité et la réputation de la BVC.

4.5.2 Recommandations politiques et diplomatiques

Le ministère des Affaires étrangères marocain doit renforcer la diplomatie économique et commerciale en multipliant les représentations diplomatiques (ambassades et consulats), inciter les ambassadeurs à être proactifs dans le ciblage des investisseurs pour multiplier les discussions préalables aux investissements. Afin d'attirer les IDE marocains sous forme de F&Ats, les gouvernements étrangers doivent reconnaître la souveraineté du Maroc sur le Sahara occidental, doivent penser à progresser économiquement, et à engager les ambassades pour mieux faire connaître leur marché local et présenter le cas échéant les opportunités d'investissement dans leurs pays.

4.5.2 Recommandations pour la politique énergétique

Nous recommandons également aux policy-makers compte tenu de la faiblesse des ressources naturelles contributrices aux énergies fossiles ainsi que de son influence négative sur le volume des F&Ats d'accélérer en premier lieu l'octroi des licences d'exploration gazière et pétrolière. Nous insistons en deuxième lieu, compte tenu de l'effort de l'Etat sur les projets d'investissements relatifs aux énergies alternatives comme l'éolienne, solaire et l'hydrogène vert, d'inciter les investisseurs étrangers à effectuer des opérations de F&Ats dans ce secteur. Nous croyons que c'est une niche avec un retour sur investissement substantiel. À présent, en absence de ressources naturelles, tout investissement en F&At en énergie alternative draine des avantages en recherche et développement, l'innovation pour l'entreprise et sur la connaissance ainsi qu'ils peuvent relancer de divers secteurs technologiques qui dépendaient autrefois des énergies fossiles et qui sont très coûteux (Qiao et al., 2023; PricewaterhouseCoopers, 2022; Entezarkheir et Moshiri, 2018; Shestalova et al., 2014).

4.5.2 Recommandations culturelles

L'examen descriptif du phénomène et les résultats de notre thèse révèlent que la variable linguistique influence la gestion des multinationales marocaines. Elles perdent ainsi une part de marché considérable en Afrique australe anglophone. Certes, l'Afrique du Sud exerce un pouvoir économique et politique dans la région d'Afrique australe. Il est possible au Maroc d'intégrer les marchés de la région australe à travers les liens diplomatiques et la formation des cadres anglophones.

5. Structure de la thèse

Notre thèse de doctorat est composée de trois parties. Chacune des trois parties est composée de deux chapitres. Une vue d'ensemble des F&As et des activités de F&As au Maroc est présentée dans la première partie. La justification du modèle et de la méthodologie de recherche adoptée à chaque question de recherche est précisée dans la deuxième partie. L'analyse descriptive et le traitement empirique de notre travail de recherche est présentée dans la dernière partie de notre thèse.

INTRODUCTION GENERALE

PARTIE 1 : CADRE THÉORIQUE ET CONCEPTUEL DE LA RECHERCHE

INTRODUCTION A LA PREMIERE PARTIE

INTRODUCTION

INTRODUCTION

**CHAPITRE 1. ASPECTS STRATEGIQUES
ORGANISATIONNELS ET FINANCIERS DES
F&AS**

**CHAPITRE 2. L'ACTIVITÉ DES F&As AU
MAROC**

CONCLUSION

CONCLUSION

CONCLUSION DE LA PREMIERE PARTIE



PARTIE 2 : MODÈLE ET MÉTHODOLOGIE DE LA RECHERCHE

INTRODUCTION A LA DEUXIÈME PARTIE

INTRODUCTION

INTRODUCTION

**CHAPITRE 3. FONDEMENTS THÉORIQUES,
FORMULATION DES HYPOTHÈSES ET
MODÈLE DE RECHERCHE**

CHAPITRE 4. CHOIX METHODOLOGIQUES

CONCLUSION

CONCLUSION

CONCLUSION DE LA DEUXIÈME PARTIE



PARTIE 3 : ANALYSE EMPIRIQUE DE LA RECHERCHE

INTRODUCTION A LA TROISIÈME PARTIE

INTRODUCTION

INTRODUCTION

**CHAPITRE 5. DÉTERMINANTS DE
LOCALISATION DES F&As DANS LES F&As
MAROCAINES**

**CHAPITRE 6. DETERMINANTS DE CRÉATION
DE VALEUR DANS LES F&As MAROCAINES**

CONCLUSION

CONCLUSION

CONCLUSION DE LA TROISIÈMEPARTIE

CONCLUSION GÉNÉRALE

PARTIE 1 : CADRE THÉORIQUE ET CONCEPTUEL DE LA RECHERCHE

Introduction à la première partie

Les F&As deviennent une tendance constante dans les cycles économiques et commerciaux. Grâce à la mondialisation, ce type de croissance inorganique permet aux entreprises, d'élargir aisément leurs opérations dans d'autres pays où l'établissement d'une entreprise aurait été particulièrement complexe en raison des exigences du marché et logistiques.

La première partie de notre thèse se divise en deux grands chapitres. Le premier chapitre approche les F&As dans la dimension stratégique, organisationnelle et financière. Le deuxième chapitre aborde le phénomène des F&As dans sa globalité au Maroc.

Les F&As, en tant qu'approche de croissance inorganique, sont sollicitées pour accéder aux marchés étrangers, motivées par des considérations managériales, économiques et financières. Bien que ce phénomène soit courant aux États-Unis et en Europe, il gagne du terrain dans les pays émergents. Les F&As présentent des risques accrus par rapport aux F&Ads en raison de l'asymétrie d'information, de la diversité institutionnelle et des risques liés aux pays. Ainsi, tout dirigeant d'entreprise devrait prendre en compte ces paramètres avant de décider de s'internationaliser. La création de valeur constitue également un défi de taille auquel le dirigeant doit réfléchir dans le cadre de son choix d'internationalisation. Dans cette optique, une analyse approfondie des caractéristiques de l'entreprise, de la transaction et du pays d'accueil est nécessaire pour s'assurer que la F&A aura un impact favorable sur les actions de l'entreprise qu'ils dirigent.

Le deuxième chapitre a pour objectif principal de présenter les caractéristiques du marché des F&As au Maroc. Il met en évidence les principales caractéristiques de ce marché tout en rappelant les opérations marquantes de l'histoire économique et financière du pays, débutant par les programmes d'ajustement structurel des années 1990 jusqu'en 2021. En outre, ce chapitre ouvre une parenthèse sur la dimension juridique des opérations de F&As, englobant le droit des sociétés, le droit de la concurrence, et le droit fiscal. Ce chapitre s'attache également à dissiper certaines ambiguïtés juridiques rarement abordées dans la pratique juridique, notamment celles concernant les F&As dans le contexte des entreprises en difficulté et entre les différentes formes juridiques.

Chapitre 1. Aspects stratégiques organisationnels et financiers des F&As

Introduction au premier chapitre

Si les F&As étaient une économie, leur appartenance au G7 allait être indiscutable. Toutefois, malgré leur importance, les recherches sur ce phénomène en Afrique demeurent rares. Les F&As représentent des décisions stratégiques d'une importance considérable, se positionnant en tant que mécanisme stratégique majeur et durable pour revitaliser et réaligner les organisations. Dans ce sens, la première section de ce chapitre met en exergue l'aspect stratégique, organisationnel, chronologique de ce type de restructuration.

La deuxième section de ce premier chapitre souligne l'analyse bibliométrique et la revue littéraire des divers déterminants de localisation. Notre recherche révèle que le thème des déterminants de localisation est largement exploré dans le contexte des pays développés et émergents. Cependant, le contexte africain est insuffisamment exploré. La littérature suggère que les déterminants de localisation sont étudiés à travers diverses théories telles que la théorie de l'équilibre général, de l'équilibre partiel, l'école néoclassique, le cycle de vie de Vernon, la théorie d'internalisation, le paradigme OLI, et enfin la théorie institutionnelle. L'analyse bibliométrique révèle que le paradigme OLI est le plus prédominant dans les études sur les déterminants transnationaux de localisation, avec une analyse approfondie portant sur le pays hôte et le pays d'origine.

La dernière section indique que la création de valeur est également l'un des thèmes les plus explorés dans le domaine des F&As. Selon la littérature, la création de valeur est mesurée selon deux approches : l'approche comptable et l'approche boursière. La création de valeur boursière, objet de notre recherche, fait appel à la méthode d'événement, à l'efficacité des marchés selon Fama, et à la théorie du signal de Spence. Pour expliquer la création ou la destruction de valeur boursière, la littérature identifie deux principales écoles, à savoir l'école néoclassique et l'école comportementale. La pensée néoclassique suppose que les marchés sont efficaces, que les dirigeants travaillent à la maximisation de la richesse des entreprises, et que les fusions créent des résultats économiques positifs. L'école comportementale attribue les F&As aux incitations personnelles des administrateurs, qui ne sont pas alignées avec les intérêts des actionnaires.

Section 1. Généralités sur les F&As

La première section du chapitre inaugural se consacre à l'explicitation des F&As ainsi qu'à une exploration des diverses motivations sous-tendant ces opérations. En outre, elle souligne l'approche chronologique adoptée pour appréhender les F&As, mettant en lumière l'origine des six vagues majeures qui ont façonné ces transactions. Enfin, la dernière sous-section s'attarde sur les principaux critères de classification des F&As, conformément aux paramètres établis par la littérature spécialisée en sciences de gestion..

1. Définition et motivations des F&As

Les F&As font partie du cycle de vie d'une entreprise et constituent une stratégie de croissance inorganique par excellence. Cette sous-section met l'accent en premier lieu sur la définition des F&As ainsi que l'analyse de ce phénomène selon l'optique de croissance. La sous-section aborde également les différentes théories explicatives des causes du phénomène des F&As.

1.1. Définition des F&As

La F&A est une combinaison de deux sociétés dans laquelle une seule société survit (Gaughan, 2005). Les termes, fusion et acquisition sont souvent utilisés comme synonymes, bien que les implications économiques et actionnariales soient clairement différentes (A. Singh, 1972). Dans ce sens, la fusion est une combinaison d'au moins deux entreprises pour former une nouvelle entité juridique avec un droit de contrôle et de vote égal entre les entreprises fusionnées (D. Angwin, 2015 ; Bushnell, 1957 ; Sherman, 2018). Les acquisitions sont un contrôle de plus de 50 % du capital des entreprises cibles. Dans les acquisitions, l'entreprise dominante est généralement appelée l'acquéreur et l'entreprise moins importante est fréquemment appelée la cible jusqu'au moment où elle est acquise où elle est appelée l'entreprise acquise.

Les F&As sont une technique de croissance inorganique qui s'effectue par l'achat, le rachat ou l'échange d'actions (Bodtet al., 2013 ; Renneboog et Vansteenkiste, 2019). En règle générale, l'acquéreur reçoit les actifs de la société cible, mais il doit également assumer ses dettes. Il s'agit d'une pratique privilégiée par les managers pour l'expansion à l'international (Parente et al., 2020 ; Xie et al., 2017, p. 2 ; Zhu, Zhu, et Ding, 2020, p. 665). Le matériel de

référence étant principalement anglo-saxon, Mergers and acquisitions (M&A) est traduit en français par fusions et acquisitions (F&As).

Quand les options classiques de croissance comme le développement interne, les achats ou les partenariats ne sont pas adaptées pour faire évoluer l'entreprise, la F&A devient incontournable, comme le souligne Capron (2016). Capron et Mitchell (2012) estiment que les F&As constituent la méthode la plus prudente d'expansion externe, surtout quand l'entreprise rejette l'option de croissance interne « Build », puisque son expertise actuelle ne correspond pas aux nouvelles ressources à obtenir. De plus, cette stratégie est plus adaptée quand l'entreprise constate que l'option « Emprunter » n'est plus envisageable, c'est-à-dire lorsqu'elle comprend qu'elle n'a plus besoin de partenaires par le biais de contrats ou de partenariats stratégiques.

La Figure 1 ci-dessous, montre le timing parfait et le choix adéquat de la stratégie de F&A dans les différents choix de développement de l'entreprise. Néanmoins, les F&As restent une stratégie de développement externe coûteuse et difficile (Hossain, 2021) et ne devraient être entreprises qu'en dernier recours. La Figure 1 est connue sous le nom du modèle Build, Borrow, and Buy (Construire, Emprunter et Acheter). Ce modèle est une approche holistique pour la croissance d'une entreprise, qui combine le développement interne, l'utilisation de ressources externes et l'expansion par l'option d'acquisition d'autres entreprises.

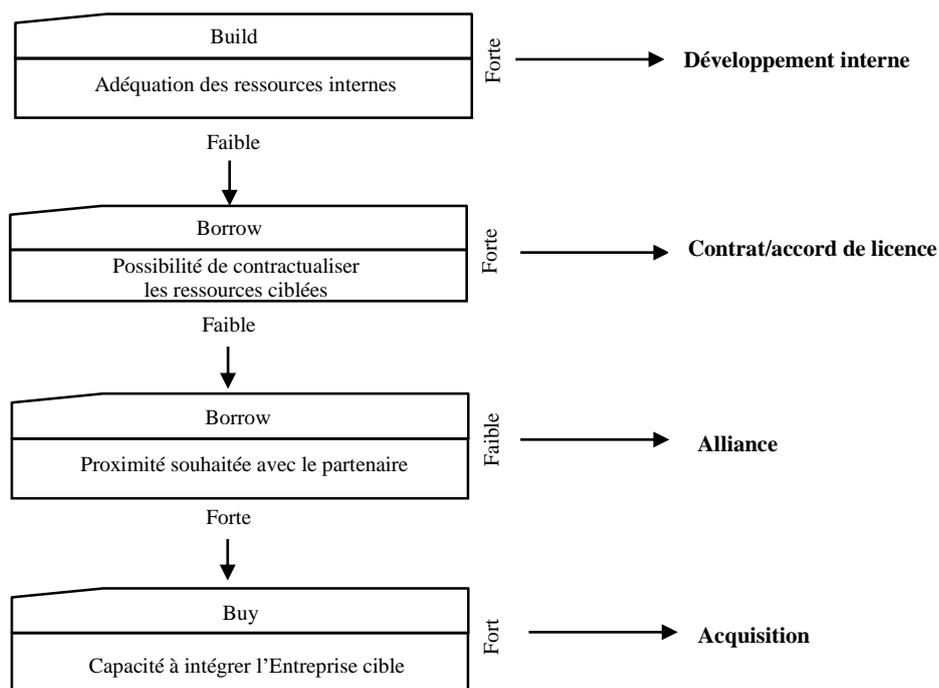


Figure 1 Différents choix de croissance externe selon Capron et Mitchell (2012)

Si les F&As s'intensifient au fil des années et jouent un rôle important dans le renforcement de l'avantage concurrentiel, dans le renouvellement et la croissance des entreprises, la plupart d'entre elles n'ont jamais donné les résultats escomptés. À cet égard, certains auteurs comme Ibrahim et Taghzouti (2014) ont qualifié le phénomène des F&As de « paradoxe inexplicé ».

D'après IMAA Institute (2023), l'activité des F&As et la valeur des transactions internationales ont augmenté au cours de la dernière décennie. Les secteurs d'industrie, de haute technologie et financiers ont connu le plus grand nombre d'opérations de F&As. D'un autre côté les secteurs financiers et d'énergies ont connu des transactions « Megadeals⁸ ».

Le Graphique 1 renseigne la valeur annuelle de l'activité des F&As entre 2005 et 2022. Ces statistiques indiquent la croissance notable du phénomène des F&As dans le monde. Le graphique montre également que la période postcrise financière 2008, a connu un déclin suivi d'une récession de l'activité des F&As.

En effet, Reddy, Nangia et Agrawal (2014) ont constaté une relation négative entre la crise financière de 2008 et l'activité des F&As. D'après ces auteurs également, la période postcrise était le moment convenable pour que les pays émergents aient augmenté leurs acquisitions à l'étranger grâce aux prix attractifs des actifs dans les pays les plus développés.

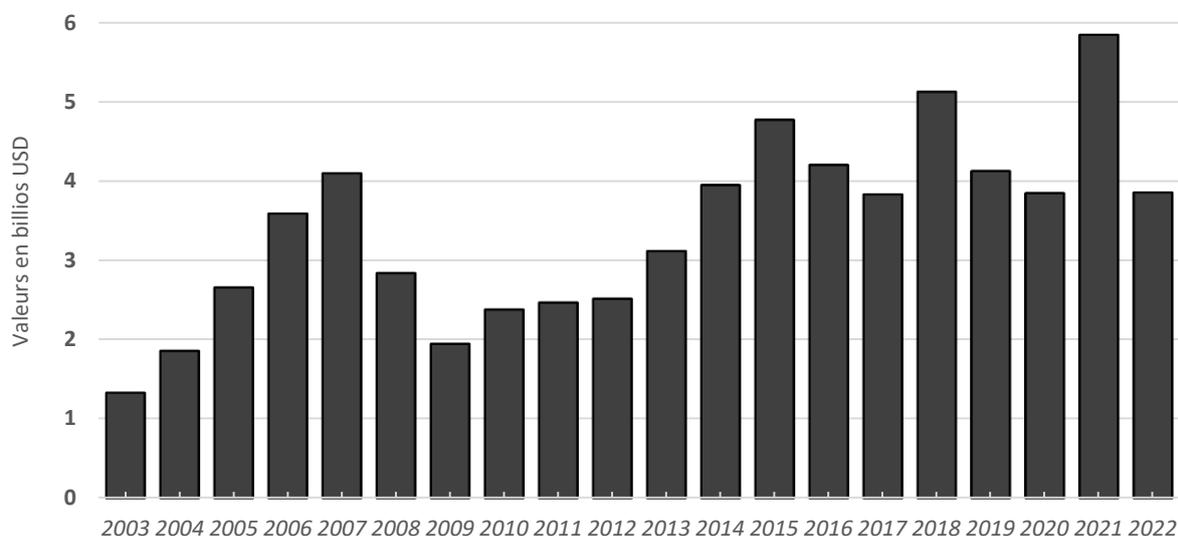
L'année 2021 était une année phare dans les opérations des F&As suite à un fort dynamisme des sociétés de capital-investissement, un record des acquisitions par les sociétés d'acquisition à vocation spéciale (SPAC⁹), une relance après la pandémie de la Covid, de faibles taux d'intérêt, marché boursier en plein essor et de fortes acquisitions dans le secteur des technologies (Refinitiv, 2022 ; Reuters, 2021).

D'après BCG (2023) les défis les plus prolongées que les F&As ont connu entre 1990 et 2023 sont la crise financière de 2008 et la crise du Covid de 2020. En outre, les F&As dans les pays occidentaux ont été influencé par des événements géopolitiques. Cependant, le marché des F&As dans le monde a été caractérisé par la forte participation des entreprises en provenance des pays émergents comme ceux des pays du Golfe. Un autre rapport de BCG (2023) soutient que depuis 2021, la trajectoire du marché des F&As semble positive après avoir atteint son creux. Des forces concurrentes sont à l'œuvre, avec des défis dans le financement compensés

⁸ Transaction de F&A évaluée à 5 milliards de dollars ou plus.

⁹ Special Purpose Acquisition Company (SPAC) : Société créée dans le seul but de lever des fonds par le biais d'une introduction en bourse (IPO) en vue d'acquérir ou de fusionner avec une autre entreprise.

par des moteurs forts, tels que des réserves de trésorerie figurant au bilan des investisseurs corporatifs.



Graphique 1 Valeurs mondiales de l'activité des F&As entre 2003 et 2023 en billions USD, Refinitiv et LSEG business, 2023

1.2. Les motivations des F&As

Pour expliquer les motivations des F&As, plusieurs théories et classifications ont été proposées. Trautwein (1990), divise les raisons des F&As en sept catégories : efficacité, monopole, transferts, construction d'empire, évaluation, processus et théorie du chaos. Une autre catégorisation peut être trouvée dans les travaux de H. T. Nguyen, Yung et Sun (2012) qui divisent les incitations aux F&As en deux blocs croissants et décroissants. L'augmentation de la taille du marché, la réactivité aux chocs sectoriels, les économies d'échelle, la synergie financière, la fiscalité et l'exploitation des connaissances asymétriques entre l'entreprise acquéreuse et l'entreprise cible sont autant de motivations croissantes. L'agence, l'orgueil et l'anticipation du marché sont tous des motifs décroissants. Yaghoubi et al. (2016) estiment que quatre facteurs influencent la motivation. Le premier facteur est lié aux décisions individuelles dans lesquelles les dirigeants cherchent à créer de la valeur pour les parties prenantes. Le deuxième facteur est lié à l'industrie et se justifie par les pertes industrielles. Le troisième est d'origine économique et est lié à la convergence économique. Enfin, l'hypothèse comportementale.

Cependant, H. T. Nguyen et al. (2012) soulignent que les raisons des F&As sont un mélange de nombreux facteurs qui peuvent varier en fonction de la localisation géographique. Selon Ferchichi et Souam (2015), dans le contexte magrébin, les F&As sont principalement motivées par l'établissement de synergies opérationnelles, l'augmentation de la rentabilité de la nouvelle entreprise, la réduction des impôts et l'expansion de la part de marché. Cependant, selon Berkovitch et Narayanan (1993), la raison fondamentale des prises de contrôle aux États-Unis est la recherche de synergies.

La littérature recense une taxonomie théorique des motivations des F&As. Nous énumérons six théories, à savoir, la théorie de contingence, du monopole, du management, de l'information asymétrique, des chocs et de la prise de décision rationnelle.

Premièrement, la théorie de contingence. Cette théorie remet en cause l'idée d'une structure idéale ou universelle en toutes circonstances. Elle a été développée par Burns et Stalker (1961) et Woodward (1965). En ce sens, l'entreprise s'adapte à son environnement en subissant des changements structurels. Selon Mintzberg (1982), l'environnement est un élément de contingence. Pour s'adapter aux nouvelles règles et à l'intensité de la concurrence par le biais de stratégies de restructuration telles que les F&As, l'organisation doit être dynamique, un système ouvert à son environnement et orienté vers les lois circonstancielles.

Deuxièmement, la théorie du monopole. Les structures de marché ont toujours eu un impact sur la structure et la réglementation du marché (Kaplow, 2021). Nderitu et Ndiritu (2018) et Trautwein (1990) affirment que les F&As sont planifiées et réalisées pour accroître la domination du marché, tandis que J.-L. Mucchielli et Kohler (2000) soutiennent que les F&As peuvent entraîner une concentration des entreprises, ce qui est préjudiciable non seulement aux clients, mais aussi aux fournisseurs.

Troisièmement, il y a la théorie du Management. Cette théorie place les managers au centre de l'analyse. Selon Yaghoubiet al. (2016), cette théorie a une relation évidente avec la création de richesse chez les actionnaires via deux écoles de pensée. L'école néoclassique et l'école de l'agence. L'école néoclassique, qui trouve ses racines dans les travaux de Berle et Means (1933), considère que les dirigeants agissent pour maximiser la richesse de leurs actionnaires. Cependant, les dirigeants peuvent commettre des erreurs qui conduisent à des actions destructrices de valeur, un phénomène connu sous le nom d'hypothèse de l'hubris (Roll, 1986). Selon l'école de l'agence, les dirigeants doivent suivre leurs propres intérêts, même si leurs

choix ont un impact négatif sur les actionnaires. Selon l'école de l'agence, créée par M. C. Jensen et Meckling (1976), les actionnaires ne sont pas informés des ressources allouées par les dirigeants. Jensen (1986) soutient que les opérations de F&As s'expliquent par les coûts d'agence liés aux désaccords entre la direction et les actionnaires sur le paiement des flux de trésorerie disponibles.

Quatrièmement, la théorie de l'asymétrie d'information développée par Akerlof (1970). Cuyperset al. (2017) définissent l'asymétrie d'information comme l'application de l'économie de l'information à la stratégie de F&A. Elle fait référence à un scénario de marché dans lequel une partie dans une transaction manque de connaissances sur l'autre partie, ce qui entraîne une défaillance du marché. Dans ce contexte, Rhodes-Kropf et Viswanathan (2004) proposent que les F&As puissent être motivées par une mauvaise évaluation des prix en raison d'un déséquilibre informationnel sur la valeur de la cible (Bergh, Ketchen, Orlandi, Heugens, et Boyd, 2019 ; Masulis et Simsir, 2018). Certains acheteurs supposent que les cibles sont peu coûteuses et sont trop enthousiastes quant aux projections de flux de trésorerie, et donc surpayent (Pereiro, 2016).

La cinquième hypothèse est la théorie des chocs, selon laquelle les chocs sectoriels, industriels ou technologiques peuvent être à l'origine des F&A (Andrade, Mitchell, et Stafford, 2001 ; Gort, 1969, p. 625 ; Harford, 2005 ; Mitchell et Mulherin, 1996). Les turbulences rendent l'avenir moins prévisible, ce qui accroît la variation des valeurs individuelles (Gort, 1969). Les chocs technologiques (Gugler, Mueller et Weichselbaumer, 2012; Jovanovic et Rousseau, 2008; Kleinert et Klodt, 2002; Yaghoubiet al., 2016) et les chocs réglementaires à l'instar des lois antitrust comme le Sherman Act en 1890 et le Clayton Act (Bittlingmayer, 1985; Briciu et Nivoix, 2009) sont également responsables de l'augmentation du nombre des F&As.

2. Histoire des F&As

Remonter dans le temps et analyser l'histoire pourrait être avantageux pour les chercheurs en F&A. Gaughan (2018, p. 41) recommande d'effectuer des recherches sur l'histoire des F&As, car il estime que le marché des F&As a connu un nombre important de bévues et de transactions infructueuses qui se sont déjà produites et qui sont susceptibles de se reproduire. À cet égard, l'histoire des F&As devrait être rappelée à tous les universitaires spécialisés dans la finance ou le commerce international. Selon divers chercheurs, l'histoire des F&As est

échelonnée dans le temps et forme des courbes d'activité connues sous le nom de vagues de F&A (Town, 1992 ; Yaghoubi, Yaghoubi, Locke, et Gibb, 2016).

2.1. Vagues des F&As

Deux techniques uniques permettant de prévoir et de reconnaître les vagues des F&As ont été proposées dans la littérature empirique (Gärtner et Halbheer, 2009). L'ajustement d'une courbe sinusoïdale aux données historiques des fusions a été la première tentative (Golbe et White, 1988). La seconde technique, en revanche, a modélisé les vagues à l'aide de processus autorégressifs capables de créer un comportement ondulatoire (Barkoulaset al., 2001 ; Shughart et Tollison, 1984). La plupart des chercheurs ont retenu six vagues clés de F&As basées sur ces techniques.

La première vague a eu lieu entre 1890 et 1905, immédiatement après la dépression de 1883. Ce boom des F&As a principalement touché les secteurs de l'exploitation minière, de la fabrication, des métaux, de l'alimentation, du pétrole et des produits chimiques (R. R. Nelson, 1959). La cause principale de cette vague était la domination du marché, et elle a donc été qualifiée de vague de monopoles (G. J. Stigler, 1950). Il y a eu 2 864 opérations, l'accent étant mis sur les F&As horizontales (Fligstein, 1991).

La deuxième vague, connue sous le nom de vague oligopolistique, s'est produite entre 1916 et 1929 (G. J. Stigler, 1950). Cette vague a suivi immédiatement la lutte contre les monopoles aux États-Unis, l'adoption d'un nouveau cadre réglementaire, tel que le Clayton Act en 1914, qui renforce les dispositions antimonopoles du Sherman Act et modifie également la section 7 pour rendre la législation applicable à toutes sortes de F&A, et pas seulement aux F&As horizontales (Turner, 1965). Les F&As des années 1920 qui ont eu lieu après la Première Guerre mondiale, ont produit plus d'avantages synergiques que les fusions de conglomérats après la Deuxième Guerre mondiale et ont été moins contrôlées que la première vague de fusions (Borg, Borg, et Leeth, 1989). La crise de surproduction de 1929 ainsi que le krash boursier durant la même année ont mis un terme à cette vague.

La troisième vague s'est étalée sur cinq ans, de 1965 à 1969, et a été marquée par un degré d'activité de fusion sans précédent. Une économie en plein essor a en partie aggravé la situation. Les F&As conglomérales sont nées de ce brouillard et ont atteint 80 % (Gaughan, 2018). Cette approche de diversification mettait l'accent sur les acquisitions dans le but de tirer profit des synergies de gestion (Matsusaka, 1993). Cette période a été caractérisée comme les « go-go

years » des conglomérats de F&A en raison de l'encombrement du marché, de l'expansion des activités de F&A et de la formation d'énormes conglomérats (Brooks et Lewis, 1999 ; Gaughan, 2018).

La quatrième vague des F&As a eu lieu dans les années 1980, à savoir entre 1981 et 1989. Les années 1980 ont vu le début d'une vague de F&As et de restructurations qui ont largement utilisé l'effet de levier (Holmstrom et Kaplan, 2001). Gaughan (2000) a surnommé la quatrième vague par « Megamerger » parce qu'il a observé un pic dans les opérations de F&As. La quatrième vague était essentiellement une réaction à la déception des conglomérats (Shleifer et Vishny, 1991), et elle était caractérisée par des banques d'investissement agressives et d'importantes prises de contrôle à l'échelle mondiale (Gaughan, 2018).

Entre 1992 et 1999, la cinquième vague a considérablement augmenté les dépenses de recherche et développement (Bertrand et Zuniga, 2006). Cette vague a été associée à une hausse du prix des actions, à une utilisation accrue des fonds propres comme moyen de paiement des transactions (Alexandridiset al., 2012 ; Moelleret al., 2004), et à une rareté des transactions hostiles et essentiellement horizontales (Briciu et Nivoix, 2009, p. 62). B. S. Black (2000) définit la cinquième vague américaine comme la première vague internationale, car elle avait un caractère international.

La sixième vague des F&As est la dernière. Elle a duré cinq années (entre 2003 et 2007). Si plusieurs chercheurs ont parlé de la sixième vague et de ses caractéristiques, comme Alexandridiset al. (2012) d'autres chercheurs l'ont complètement ignorée, comme McCarthy, Dolfisma et Weitzel (2016). La sixième vague est arrivée après la bulle technologique. Il est probable que la sixième vague est caractérisée par la disponibilité de liquidités, l'utilisation massive de l'espèce comme moyen de paiement. D'un autre côté, la faiblesse des taux d'intérêt ont donné un élan important aux activités de capital-investissement, ce qui a alimenté la demande de cibles de F&As (Gaughan, 2018). La sixième vague s'est arrêtée lors de la crise des subprimes en 2007. Cette vague a été également caractérisée par de nombreuses opérations de capital-investissement (private-equity) et l'utilisation de l'effet de levier (Meier et Schier, 2019, p. 39).

Dans le Tableau 1, nous exposons les six principales vagues de F&As comme identifié par la revue de littérature. Nous précisons pour chaque vague la période correspondante ainsi que les principales caractéristiques.

Tableau 1 Caractéristiques des principales vagues des F&As

Période	Vague	Caractéristiques
1890-1905	Première vague	F&A horizontales, fin de la vague avec crash du marché boursier de 1904.
1916-1929	Deuxième vague	F&A verticales, Crise de surproduction de 1929.
1965-1969	Troisième vague	F&A conglomérales.
1981-1989	Quatrième vague	Hostiles, utilisation des effets de levier, opérations entre des entreprises non cotées et entre les petites et moyennes entreprises.
1992-1999	Cinquième vague	F&A transfrontalières, Amicale, échange d'action et Megadeals.
2003-2007	Sixième vague	Capital-investissement, et effet de levier, fin de la vague avec la crise des subprimes de 2007.

2.2. Causes des vagues des F&As

Il n'y a actuellement pas d'accord sur les causes des vagues des F&As (Goel et Thakor, 2010, p. 488). Toutefois, Harford (2005) divise les raisons des vagues des F&As en deux écoles qui sont l'école néoclassique et l'école comportementale.

L'école néoclassique suppose, d'après les recherches de Gort (1969) et M. L. Mitchell et Mulherin (1996) que les vagues de fusions sont provoquées par des chocs dans l'environnement économique, technologique ou réglementaire d'un secteur. Toutefois, ces chocs ne suffisent pas à eux seuls, une liquidité adéquate du capital est nécessaire pour permettre la réaffectation des actifs. Étant donné l'importance de la liquidité du capital, les vagues de fusions sectorielles en réaction aux chocs s'aggraveront au fil du temps pour former des vagues de fusions globales (Harford, 2005). Entre 1980 et 1990, Holmstrom et Kaplan (2001) associent les vagues de F&As aux questions de gouvernance. Mitchell et Stafford (2000) ; Mulherin et Boone (2000), en revanche, décrivent le boom des F&As des années 1990 comme une réponse à la réorganisation et à la déréglementation des grands secteurs. Ahern et Harford (2014) s'accordent à dire que le réseau de transactions économiques réelles a une influence sur la génération et la diffusion des vagues de fusions. Enfin, une autre hypothèse néoclassique est souvent mentionnée. La théorie Q^{10} d'investissement soutient que les progrès économiques et techniques donnent aux entreprises la possibilité de croître par vagues.

¹⁰ La théorie Q, élaborée par l'économiste américain James Tobin au cours des années 1960, se concentre sur l'analyse de la corrélation entre les décisions d'investissement des entreprises et la valeur de marché inhérente à leurs actifs. Cette théorie avance l'hypothèse selon laquelle les entreprises sont portées à accroître leurs investissements lorsque la valeur marchande de leurs actifs, comprenant notamment les actions et les obligations, excède le coût de remplacement associé à ces actifs.

Tout en omettant l'hypothèse de marchés de capitaux efficients, l'école comportementale place la motivation des dirigeants au centre de l'engagement dans la fusion. Dans l'explication de la sixième vague, cette école a été remise en question (Alexandridis et al., 2012). L'école comportementale a expliqué les vagues des F&As en observant une association positive entre les valeurs boursières et l'activité de fusion (Golbe et White, 1988; Shleifer et Vishny, 1991). Selon Rhodes-Kropf et Viswanathan (2004), la performance du marché et les vagues de fusions sont corrélées en raison de l'ambiguïté concernant les origines de la mauvaise évaluation. Cette école considère les vagues des F&As comme le résultat d'une anticipation correcte par les managers de la surévaluation boursière de leur entreprise. Selon la théorie des coûts d'agence des F&As, les activités des F&As résultent des décisions des dirigeants de poursuivre leurs propres intérêts et incitations, c'est-à-dire la maximisation des profits et des revenus. L'excès de confiance des dirigeants (optimisme du marché) contribue à la création de F&As, selon l'école comportementale (Han, Ghobadian, Hitt, Ireland, et O'Regan, 2020). Les dirigeants trop optimistes détruisent la valeur actionnariale (K. Gugler, Mueller, Weichselbaumer et Burcin Yurtoglu, 2012).

Le Tableau 2 ci-dessous identifie les principaux contributeurs ainsi que les différentes théories pour chacune des deux écoles (néoclassique, comportementale) des vagues qu'a connues le phénomène des F&As.

Tableau 2 Théories explicatives des vagues de F&As

Ecoles	Théories	Principaux contributeurs
Ecole néoclassique	Théorie des chocs d'industrie	Gort (1969); Harford (2005); Maksimovic et Phillips (2001); M. L. Mitchell et Mulherin (1996)
	Théorie Q	Jovanovic et Rousseau (2002) en se basant sur la Q de Tobin (1969) ; M. Dong, Hirshleifer, Richardson et Teoh (2006)
Ecole Comportementale	Market Timing	Shleifer et Vishny (2003), Rhodes-Kropf et al (2005) et P. Moran (2017)
	Coûts d'agence	Cummins et Xie (2008) et M. C. Jensen (2005)
	Optimisme du marché	K. Gugler, Mueller, Weichselbaumer et al. (2012) et Han et al. (2020)

3. Typologie des F&As

Les F&As ont été classées en plusieurs catégories. À partir de la littérature sur les sciences de gestion, nous déduisons cinq principaux critères de classification, à savoir, l'intégration, le

lien de participation, le mode d'acquisition, les ressources et finalement le critère de l'échelle géographique.

3.1. Classification axée sur l'intégration

La classification fondée sur l'intégration repose sur l'alignement des activités de l'entreprise, comme le propose la Commission fédérale du commerce des États-Unis (Meier et Schier, 2019, p. 14). Cette méthode identifie quatre configurations différentes. Les fusions horizontales et verticales, ainsi que les F&As conglomérales et concentriques (Kansal et Chandani, 2014).

3.1.1. Les F&As horizontales

Les F&As horizontales concernent des organisations avec des domaines de travail comparables. Selon la littérature économique, les F&As horizontales sont une méthode permettant de réduire les coûts grâce à des économies d'échelle. Selon l'école néoclassique, les F&As horizontales sont un moyen d'accroître la position concurrentielle, voire la monopolisation (Farrell et Shapiro, 1990). Selon Capron (1999), ce type d'achat ajoute de la valeur en tirant parti des synergies de coûts et de revenus, en augmentant la part de marché et peut-être en apportant de nouveaux éléments au portefeuille (Rahman et Lambkin, 2015). Quoiqu'il en soit, les F&As horizontales ont une influence sur l'augmentation des prix (Weinberg, 2008), ce qui se traduit par la présence d'un pouvoir de marché vis-à-vis des clients (Bhattacharyya et Nain, 2011).

3.1.2. Les F&As verticales

Les F&As verticales sont issues de l'intégration verticale de Stigler en 1951. Elles impliquent la fusion d'une entreprise qui produit un intrant avec une autre qui utilise cet intrant pour fabriquer son produit final. Une F&A verticale est l'acquisition par une organisation d'un fournisseur ou d'un client. L'achat d'un fournisseur est appelé intégration en amont, tandis que l'achat d'un client est appelé intégration en aval. En fait, une F&A verticale combine les opérations à deux stades de la chaîne de valeur au sein d'une industrie. L'objectif est de contrôler l'ensemble de la chaîne d'approvisionnement, dès les matières premières jusqu'aux consommateurs finaux (Pellinen, Järvenpää, et Teittinen, 2016 ; Salop et Culley, 2014). Le cadre de l'oligopole est toujours nécessaire à la logique de l'intégration verticale (Kedia et al., 2011). Malgré ses avantages, tels qu'un impact accru, les F&As verticales sont extrêmement difficiles à mettre en œuvre (Mel, 2017)

3.1.3. Les F&As conglomerales

Les F&As conglomerales se produisent lorsque deux entreprises issues de marchés non reliés entre eux fusionnent (Chiu, Chung, et Yang, 2016 ; Gabrielsen, 2003). Elles ne sont pas concurrentielles et n'ont pas de liens entre acheteurs et vendeurs. Elles peuvent toutefois avoir un impact sur la concurrence, car elles peuvent entraîner des économies d'échelle et de gamme pour les entreprises qui fusionnent (Policarpo Garcia et Furquim de Azevedo, 2019). C'est pourquoi certains spécialistes estiment que les autorités antitrust devraient refuser les F&A de conglomerats (Gabrielsen, 2003). Après une attitude conservatrice à l'égard des fusions de conglomerats jusqu'au milieu des années 1970, la politique en matière de fusions aux États-Unis et au niveau international s'est montrée plus tolérante à l'égard des fusions qui ne comportent pas de chevauchement horizontal ou vertical.

3.1.4. Les F&As concentriques

Susan Cartwright et Cooper (1992) considèrent les fusions concentriques comme une autre forme de F&A. Les fusions concentriques se produisent lorsque deux entreprises n'ayant pas de liens d'achat ou de vente, mais disposent de technologies de production ou de distribution très comparables et décident d'unir leurs forces (Walter, 1985, p. 311). Ce type d'intégration présuppose le transfert de responsabilités de gestion explicites telles que le marketing, la finance et le personnel (Tatineni et Balaji, 2020). Malheureusement, les F&As concentriques sont faiblement abordées par les chercheurs scientifiques et même par les praticiens. Les F&As concentriques sont peut-être considérées comme des processus plus conventionnels et moins stimulants sur le plan intellectuel.

3.2. Classification axée sur le lien de participation

Une deuxième classification des F&As est basée principalement sur le lien participatif. Cette approche est très courante dans le cas des groupes d'entreprises et donne lieu à quatre figures possibles. Premièrement, la participation est nulle, c'est-à-dire qu'une entité n'a aucune participation dans l'autre. Ensuite, la participation ascendante, caractérisée par la participation de l'entreprise acquéreuse dans l'entreprise cible. Troisièmement, la participation descendante, où la société cible détient des actions de la société acquéreuse. Enfin, la participation croisée, qui s'illustre par l'existence de participations réciproques entre les deux sociétés (El Mernissi, 2019, p. 928; Tort, 2019, p. 28).

3.2.1. Les F&As ascendantes

Dans une participation ascendante, la société absorbante détient des actions de la société absorbée. Selon le droit français (C. com. art. L 236-3, al. 2) et le droit marocain (art. 224, loi 17-95), elle ne peut recevoir en échange ses propres actions. Dans ce cas, deux méthodes sont envisageables (Fahim, 2013, p. 107 ; Lazrak, 2006, p. 95 ; Lefebvre, 2018, p. 498-501). D'une part, la fusion-renonciation est le cas où la société absorbante renonce à émettre les actions ou parts qui devraient lui appartenir (G. Legros, 2016, p. 72 ; Note circulaire 717 Code général des impôts, 2011, p. 241). Elle a pour objet de limiter l'augmentation de capital à la création des actions nécessaires à la rémunération des autres actionnaires de la société absorbée (El Mernissi, 2019, p. 928). En second lieu, dans le cadre d'une fusion-attribution, l'entreprise absorbante se répartit le pourcentage d'actifs correspondant aux parts qu'elle détient dans la société, seul l'excédent faisant l'objet d'une véritable contribution de fusion (Note circulaire 717 Code général des impôts, 2011, p. 241). Juridiquement, la procédure est qualifiée de dissolution partielle d'une société suivie d'une opération de fusion (Lefebvre, 2018, p. 500 ; G. Legros, 2016, p. 72).

3.2.2. Les F&As descendantes

En participation descendante, l'entreprise absorbée dispose des participations dans la société absorbante. Dans ce cas, l'absorbante va récupérer dans le patrimoine transmis par l'absorbée ses propres actions (Tort, 2019). D'après El Mernissi (2019), deux actions doivent être menées selon le droit marocain. La première étape consiste à réduire le capital des actions de l'absorbante, qui seront annulées. Dans la deuxième étape, la différence entre la valeur nominale des actions annulées et la valeur d'apport sera imputée sur la prime de fusion.

3.2.3. Les F&As croisées

Dans ce type de F&A, chacun de l'acquéreur et de la cible participe au capital de l'autre. Il s'agit à la fois d'une F&A ascendante et descendante. Afin d'éviter que la société absorbante ne devienne propriétaire de ses propres actions, la participation croisée ou réciproque nécessite l'application simultanée du mécanisme de fusion-renonciation pour les participations descendantes et de la réduction du capital pour les participations ascendantes (El Mernissi, 2019).

3.3. Classification axée sur le caractère du mode d'acquisition

Cette classification retient le consentement du conseil d'administration ou de la direction de l'entreprise cible. Selon cette approche, deux types sont envisageables, les F&As hostiles et les F&As amicales.

3.3.1. Les F&As hostiles

Une F&A hostile se produit lorsqu'une entreprise prend le contrôle d'une autre sans l'approbation de son conseil d'administration ou de sa direction (Schnitzer, 1996). Il s'agit d'un phénomène peu courant à l'échelle mondiale, mais aucun grand marché financier n'y échappe (Armouret al., 2011). Cette forme d'achat suscite des critiques, notamment des départs de personnel, car le conseil d'administration ou la direction de l'entreprise rachetée sera hostile à l'intégration (Morcket al., 1988).

3.3.2. Les F&As amicales

Une F&A amicale doit être approuvée par les actionnaires et la direction. Schoenberg & Thornton (2006) définissent une F&A amicale comme une opération dans laquelle les deux parties sont d'accord sur les conditions de l'acquisition. Une F&A amicale se réfère essentiellement à une procédure de négociation bien organisée. Nous pensons que l'entreprise cible choisira une acquisition amicale plutôt qu'une acquisition hostile. En réponse à cette alchimie de l'acquisition, nous identifions la présence de deux moyens de contrer les OPA hostiles. La technique du Chevalier blanc (white knight), permet d'éviter une prise de contrôle inopportune d'une cible qui résiste à une acquisition hostile (Xing Chen et Ullah, 2018). Parce qu'ils offrent une valeur de transaction plus élevée, les chevaliers blancs sont plus susceptibles de réussir à acquérir des entreprises cibles (Xing Chen et Ullah, 2018). Les Chevaliers blancs ont plus de chances de réussir à acquérir des entreprises cibles, car elles offrent une valeur de transaction plus élevée. La deuxième stratégie est la stratégie d'Ecuyer blanc (white squire) qui n'agit pas comme allié dans une éventuelle acquisition, mais achète un gros bloc d'actions de l'entreprise (S.-S. Chen, Hsu, et Huang, 2016).

3.4. Classification axée sur les ressources

La quatrième classification est axée sur les ressources. Cette classification a été évoquée par Capron, Mitchell, et Borgeaud (2013, p. 126). Il existe trois types de F&As à savoir les

acquisitions de consolidation, les acquisitions d'expansion et finalement, les acquisitions exploratoires.

Les acquisitions de consolidation visent à intégrer les opérations existantes dans des domaines établis et à capitaliser sur les points forts. Les acquisitions d'expansion visent à étendre les activités actuelles à de nouvelles régions géographiques ou à développer de nouveaux produits sur les marchés existants. Enfin, les acquisitions exploratoires tirent parti de ressources telles que la technologie pour pénétrer de nouveaux marchés.

3.5. Classification axée sur l'échelle géographique

La classification finale est basée sur l'échelle géographique de l'extension. Sur la base de ce critère, nous distinguons deux types de F&As qui sont les F&Ads et les F&Ats. Les F&Ads relient des entreprises dont les sièges sociaux sont situés au même pays. Les F&Ats, quant à elles, sont des fusions de deux ou plusieurs entreprises, dont l'une au moins a son siège social dans un autre pays. Les F&Ats sont plus risquées pour les investisseurs que les F&Ads à cause de plusieurs divergences entre le pays d'origine et le pays cible. En commerce international, ces divergences sont qualifiées de distance psychique. Parmi les exemples de distance les plus connus dans l'étude des F&Ats, nous distinguons, la distance culturelle, administrative ou institutionnelle, géographique et finalement la distance économique qui sont reconnues sous le sigle de (CAGE) (Ghemawat, 2011).

Ces distances psychiques creusent l'asymétrie de l'information (Bick, Crook, Lynch, et Walkup, 2017 ; Chevrier et Basu, 2011 ; Reddy et Fabian, 2020) et créent plus de frictions, ce qui rend les F&Ats plus complexes à faire monter (Erel et al., 2012 ; Rossi and Volpin, 2004; Tunyi and Ntim, 2016; Xie et al., 2017). Les F&Ats sont également réputées comme étant des opérations moins créatrices de valeurs pour les actionnaires que les F&Ads (Yuan, Jiang, et Chen, 2023).

Les classifications stipulées dans cette sous-section ont fait l'objet de plusieurs études. La majorité des travaux de recherche sur le phénomène des F&As ont étudié certaines questions de recherche relatives à la performance boursière et comptable en fonction du critère géographique ou d'intégration. Cependant, moins d'études ont été réalisées en prenant en considération les autres critères de classification comme le lien de participation ou le mode d'acquisition.

4. Analyse bibliométrique sur les F&As

La recherche sur les F&As révèle l'existence de plusieurs difficultés, notamment l'apparition de multiples unités d'analyse, ainsi que la multitude de facteurs interdépendants au niveau de l'entreprise, du pays et de la région (Kiessling, Vlačić, et Dabić, 2021). Malgré son ancienneté, le phénomène des F&As est actuel et se nourrit du paysage mondial qui l'actualise, singulièrement avec l'avènement de nombreuses puissances émergentes.

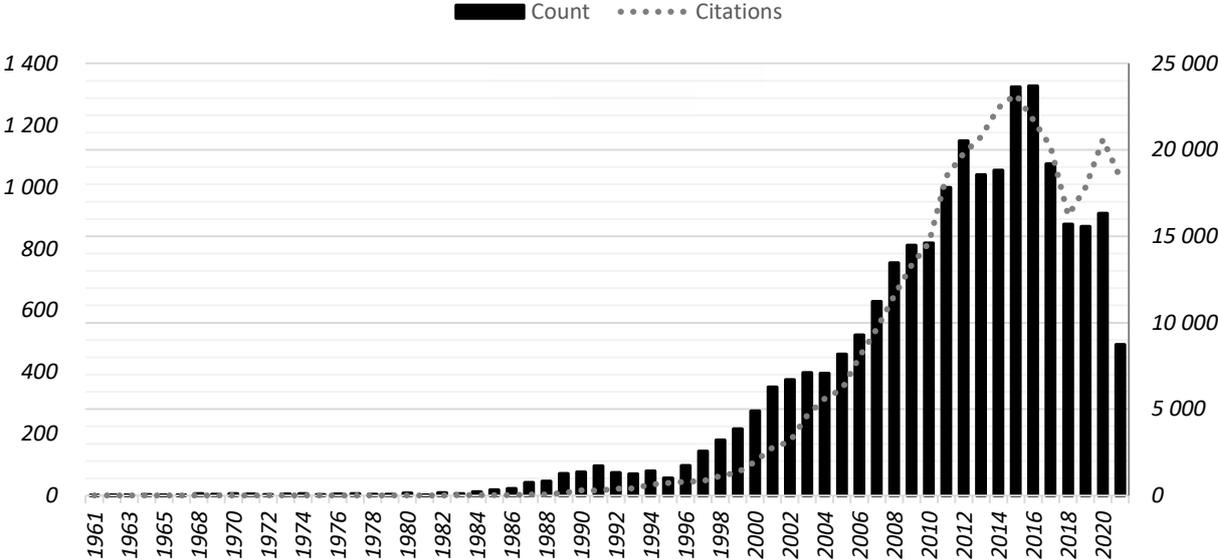
Les F&As attirent un large éventail de disciplines en sciences économiques et en sciences de gestion comme la gestion, la stratégie, la finance, le commerce international, le droit et la sociologie (Cartwright et Schoenberg, 2006). La littérature sur les F&As s'est développée rapidement, en particulier depuis le début des années 1990 (Eulerich, Kopp, et Fligge, 2022). Plusieurs auteurs se sont concentrés sur les études bibliométriques du phénomène des F&As, nous citons par exemple Chiaramonte, Dreassi, Piserà, et Khan (2023) ; Eulerich, Kopp et Fligge (2022) ; M. A. Ferreira, Reis, et Pinto (2016) ; M. P. Ferreira, Santos, de Almeida, et Reis (2014) ; Reis, Carvalho, et Ferreira (2019). Cet intérêt académique est dû à l'évolution exponentielle des opérations de F&As (Ferreira, Santos, de Almeida, et Reis, 2014). Les F&As s'inscrivent dans le courant de gestion qui est une sous-division des sciences sociales dont l'objectif est l'analyse des données qualitatives et quantitatives pour la prise de décision managériale (K. S. Reddy, 2015b).

La littérature existante sur les F&As a été dominée par des explorations financières et comptables à cause de la disponibilité de données empiriques, de l'utilisation de méthodes quantitatives pour parvenir rapidement à la conclusion et à la validité (K. S. Reddy, 2015b). Cependant, on recense un nombre moins important d'études de cas sur ce phénomène. Par exemple, dans une étude, Reddy (2015) souligne qu'entre 1991 et 2015, 93 publications utilisent les études de cas, 66 (27) articles se concentrant sur les marchés développés (en développement), 44 (46) utilisant une (plusieurs) recherche basée sur les cas, et trois utilisant l'approche de l'enquête et de l'interview.

Eulerich, Kopp et Fligge (2022) soutiennent dans un travail sur 580 articles issus de 9 revues de sciences de gestion entre 1963 et 2019 que les activités de recherche sur les F&As ont pris de l'ampleur dans le sillage de la quatrième (1984-1989) et de la cinquième vague (1993-2000) de F&As. Ferreira, Santos, d'Almeida et Reis (2014) ont constaté qu'aucune théorie particulière n'a dominé la recherche sur les F&A. Cependant, plusieurs théories ont contribué à la recherche

sur les F&As, par exemple, la théorie de l'agence, la théorie institutionnelle, la théorie des coûts de transaction. En outre, les mêmes auteurs voient qu'une majorité des recherches sur les F&A se sont intéressées à la performance, à l'intégration et aux différences culturelles.

Le Graphique 2 montre comment Microsoft Academic Research, examine l'évolution de la recherche sur les F&As dans divers domaines des sciences de gestion. Cette analyse chronologique est conforme aux conclusions d'Eulerich, Kopp et Fligge (2022), qui ont découvert que la mondialisation, la première vague mondiale de F&As, les mégadéals et la dernière vague de 2003 due à l'utilisation intensive de l'effet de levier (LBO) ont influencé la recherche sur les F&As. Malgré cet intérêt pour le phénomène des F&As, Eulerich, Kopp et Fligge (2022) identifient des lacunes importantes entre la compréhension du phénomène par la littérature et l'importance pratique des opérations de F&As.



Graphique 2 Publications sur les F&As, Microsoft academic research, 2021

D'après Eulerich, Kopp et Fligge (2022), les États-Unis produisent les publications les plus importantes sur le sujet, devançant considérablement les pays européens tels que le Royaume-Uni, la France et les Pays-Bas. Israël est en tête de la recherche sur les F&A dans la région MENA. Enfin, les recherches menées à Hong Kong et à Singapour sont les plus influentes. Selon Clarivate Analytics (2023)¹¹, les pays les plus prolifiques en matière de recherche sur les F&As sont les États-Unis, la République populaire de Chine et le Royaume-Uni. Selon la même

¹¹ D'après des publications entre 1986 et Juillet 2023 totalisant 443 articles, 6,852 citations de la collection de Web of science.

source, la majorité des publications scientifiques sont rédigées en anglais, en espagnol et en portugais.

Toute publication scientifique devrait adhérer à une revue scientifique consacrée à un certain sujet. En gardant cela à l'esprit, nous nous sommes efforcés d'étudier les revues qui ont publié le plus d'articles sur les F&As et qui ont eu l'effet académique le plus important. La Figure 2 illustre l'effet académique des revues sur le sujet des F&As en utilisant un algorithme sophistiqué de Microsoft¹² pour analyser le degré de saillance, c'est-à-dire l'impact ou l'influence, et la saillance par publication, c'est-à-dire le degré de productivité des revues sur ce sujet. La Figure 2 montre par ailleurs que les journaux comme Journal of Business research, European Financial Management ont les productions scientifiques les plus élevées sur les F&As, mais le Journal of Accounting and Economics reste le journal le plus impactant sur ce phénomène. Ceci peut être expliqué par l'intérêt apporté au phénomène dans sa dimension internationale, à savoir les F&As. La Figure 2 indique, en outre, que le « Journal of World Business », le « Journal of International Business Studies » et le « Journal of Business Research » sont également très influents.

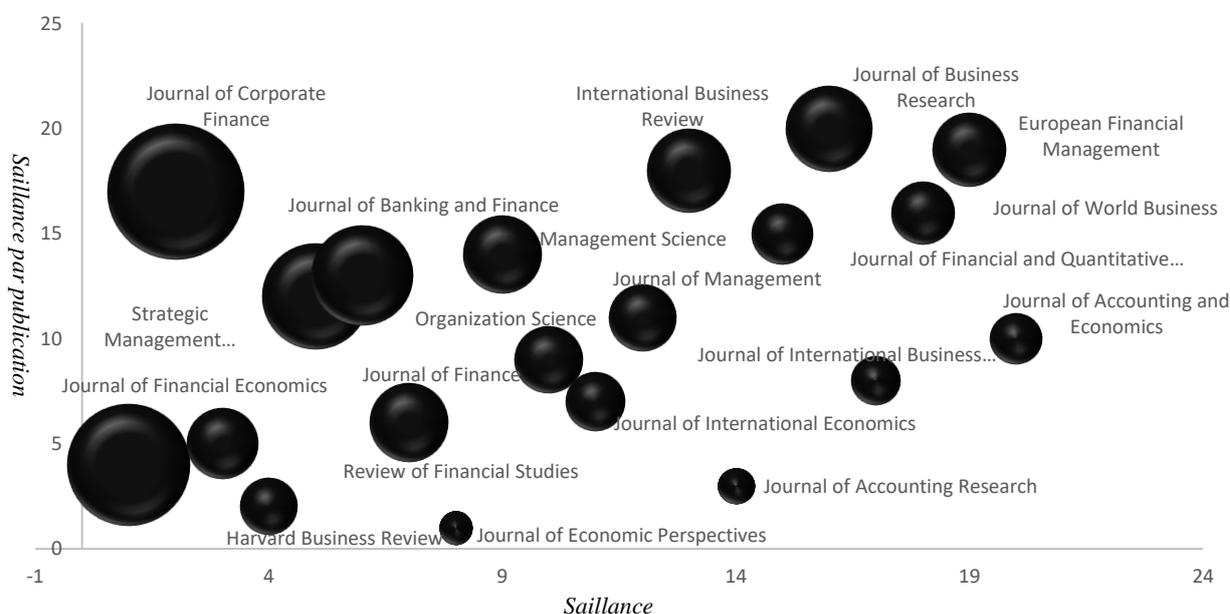


Figure 2 Les revues les plus influentes sur les F&As entre 1961 et 2021, Microsoft academic research, 2021

Notre exploration bibliométrique sur les F&As en Afrique en général a révélé que le phénomène des F&As en Afrique et les F&As en particulier est majoritairement analysé par

¹² <https://www.microsoft.com/en-us/research/project/academic/articles/visualizing-academic-impact/>

région. D'après Clarivate Analytics (2023), le nombre des articles traitant les F&As en Afrique est de 49 articles, avec 495 citations, avec une moyenne de citation annuelle de 29,12. Les articles les plus cités sont d'Angwin et al. (2016) (61), Gomes et al. (2012) (55), Tunyi et Ntim (2016) (54). L'ensemble des recherches sur les F&As ont été rédigées en anglais, et proviennent principalement des États-Unis, de l'Angleterre et de la République populaire de Chine. Cependant, le Maroc dispose d'une faible part des productions scientifiques dans ce domaine avec une seule publication qui est celle d'Ibrahimi et Liassini (2021). Finalement, l'ASS est la région la plus analysée dans les études sur les F&As en Afrique.

Dans le même sens, la majorité des études sur le phénomène des F&As et la problématique de ses déterminants dans le continent africain et en Afrique du Sud sont réalisées par une chercheuse africaine qui est Magda Kasyoka Wilson de l'université de Johannesburg). Ses principaux travaux sont K. M. Wilson et Vencatachellum (2019) ; M. K. Wilson et Bala (2019) ; M. K. Wilson et Vencatachellum (2019) ; M. Wilson et Vencatachellum (2016). La concentration des études sur le phénomène des F&As en Afrique du Sud est fondamentalement justifiée par le volume et la valeur des transactions des F&As, la forte capitalisation boursière de la bourse de Johannesburg (Anwar et Mughal, 2017; Ellis, Lamont, Reus, et Faifman, 2015; Wilson et Vencatachellum, 2019).

La région du Maghreb publie moins d'articles sur les F&As. À notre connaissance, seules les recherches d'Ibrahimi et Liassini (2021), Meghouar et Sbai (2013), Makayssi, Alaoui et Loulid (2021) et enfin celle de Lemrajni (2019) ont analysé le phénomène au Maroc. Nous croyons également que seules les études de Cherifi (2016), Mouffok (2014), Hajjar Hind et Alaa Yacoub (2022), Boukendoura (2021) ont analysé le phénomène en Algérie. En Tunisie, seules les études de Ferchichi et Souam (2014, 2015) ont été relevées. En Libye, le phénomène des F&As n'a jamais fait l'objet d'étude. Néanmoins, quelques travaux ont été réalisés sous forme de thèse ou de mémoire, à l'instar du travail de Salama (2015) et Madi Jumia (2021). Finalement, nous n'avons pas décrypté jusqu'en Mai 2023 aucune étude qui analyse les F&As en Mauritanie.

Le niveau limité de recherches sur les F&As en Afrique peut être attribué à la rareté des opérations et à la modestie des valeurs de transactions documentées au fil du temps. Néanmoins, l'émergence des investissements colossaux de puissances économiques émergentes a suscité un intérêt accru pour ce phénomène en Afrique.

Section 2. Déterminants de localisation des F&As transfrontalières

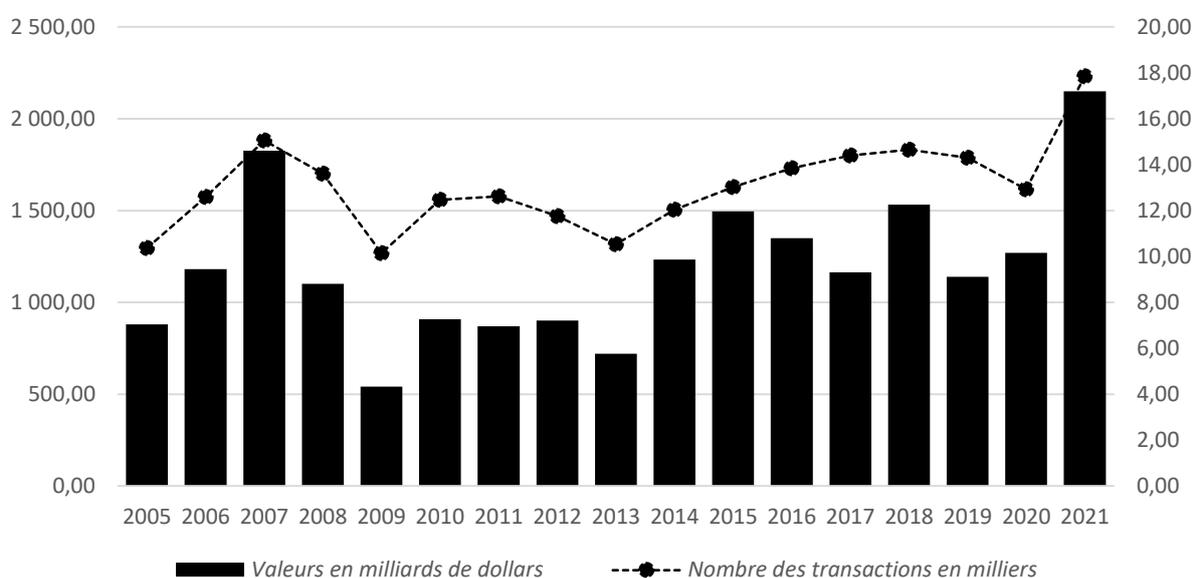
Les déterminants de localisation dans le contexte des F&As constituent une composante essentielle des décisions stratégiques des entreprises qui s'engagent dans des transactions outre-mère. L'engouement porté à l'exploration de ces déterminants découle essentiellement de la complexité, de la divergence et des disparités inhérentes aux environnements macro-économiques et institutionnels entre le pays d'origine et le pays d'accueil. Néanmoins, en dépit de ces complexités, les F&As s'illustrent par des transactions d'envergure monumentale, émergeant progressivement comme une tendance incontournable au sein des affaires internationales plus libéralisées et plus mondialisées.

1. L'activité des F&As dans le monde

Le Graphique 3 illustre l'activité des F&As dans le monde. Cette figure indique les valeurs vertigineuses de l'activité des F&As et le nombre colossal des opérations. Ces valeurs sont principalement expliquées par les politiques de libéralisation financière, les politiques gouvernementales et les accords régionaux (Coourdacier, De Santis, et Antonin, 2009 ; Shimizu, Hitt, Vaidyanath, et Pisano, 2004). L'activité des F&As en 2021 a connu une croissance de 70 % pour atteindre 2,1 billions de dollars. Deloitte M&A institute (2017) voit que les États-Unis, l'Europe, le Japon et la Chine sont les acteurs les plus dynamiques sur le marché des F&As. J.P. Morgan (2020) voit que le marché des F&As en Europe a été ralenti pour des considérations géopolitiques, alors que les États-Unis d'Amérique ont marqué le volume des F&As avec des megadeals. Le même rapport voit que la répartition géographique des 50 premières entreprises mondiales par capitalisation boursière s'est éloignée de l'Europe au profit de l'Amérique du Nord et voit que les F&As chinoises ont enrichi l'activité des F&As cette dernière décennie et que ce phénomène en Chine est alimenté par les besoins stratégiques de la Chine.

L'activité et la performance des F&As sont influencées par les frontières, les différences politiques, les variations culturelles, les taxes et les institutions, ce qui entraîne des dépenses plus importantes. C'est en cela que les F&As diffèrent totalement des F&As (Paudyal, Thapa, Koirala, et Aldhawayan, 2021). Le volume des F&As et les valeurs dépendent principalement

de certains facteurs, notamment macroéconomiques et institutionnels (Erel, Jang, et Weisbach, 2022).



Graphique 3 Activité mondiale des F&Ats, Refinitiv, 2022

L'étude de l'influence de ces facteurs sur les IDE peut se porter sur l'ensemble des IDE sans faire la distinction, comme les études d'Asiedu (2002) ; Asongu, Akpan, et Isihak (2018) ; Aziz et Mishra (2016); Cieślik et Tran (2019) ; Dang et Nguyen (2021) ou bien sur une seule composante, à l'instar des F&Ats comme les études de Di Giovanni (2005) ; Erel, Rose, et Weisbach (2012) ; Pablo (2009) ; Wilson et Vencatachellum (2016).

La communauté scientifique dans son ensemble souscrit à l'idée que les F&Ats sont soumises à l'influence de l'environnement économique et institutionnel du pays. Dans cette optique, Xie et al. (2017) soutiennent que l'analyse des stratégies de localisation devrait inévitablement prendre en compte ces paramètres. Cette approche vise à atténuer l'asymétrie d'information, fournissant ainsi une assistance aux gestionnaires et aux dirigeants pour anticiper les risques, pallier la perte de fonds, et par conséquent, prévenir l'échec des opérations de F&At.

Les policy-makers sont incités à examiner les déterminants des F&Ats en vue de déchiffrer l'impact de la qualité des institutions publiques sur l'attrait des IDE. En l'occurrence, il est à noter que toute attractivité des IDE pourrait potentiellement engendrer une croissance économique substantielle, sous réserve de conditions spécifiques (Ibhagui, 2020; Miao et al., 2020; Yeboua, 2019, 2021).

2. La recherche sur les déterminants de localisation des F&Ats

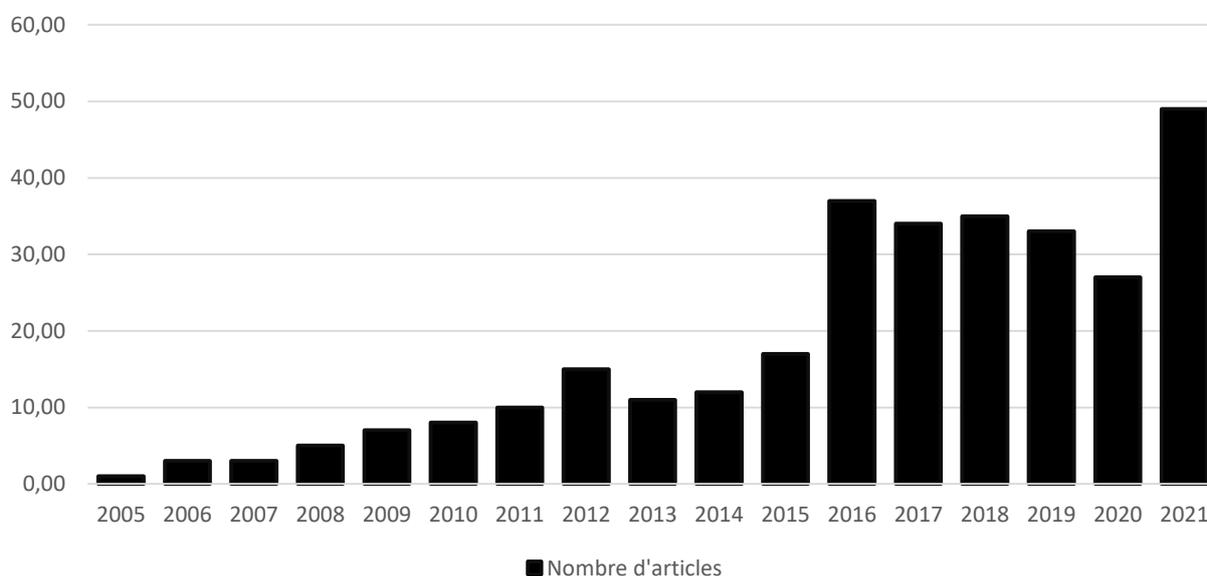
D'après une analyse des citations des articles sur les F&Ats examinés dans des revues spécialisées en affaires internationales, Xie, Reddy et Liang (2017) constatent que les journaux *Journal of International Business Studies*, *International Business Review*, *Journal of World Business*, *Journal of International Management*, *Global Strategy Journal*, *Management International Review* sont les revues les plus citées dans le domaine des F&Ats.

Les mêmes auteurs soutiennent que les articles fréquemment cités sur le phénomène des F&Ats analysent particulièrement les déterminants transnationaux de l'activité ou les déterminants de performance, à l'instar des études de Luo et Tung (2007) ; Rossi et Volpin (2004) ; Meyer (2001) ; Di Giovanni (2005) ; Bris et Cabolis (2008) ; Erel, Liao et Weisbach (2012) ; Dikova et van Witteloostuijn (2007) ; Ahern, Daminelli et Fracassi (2015).

Clarivate Analytics (2023) recense un nombre important d'articles entre 2005 et 2021 comme démontré dans le Graphique 4. D'après Xie et al. (2017), l'intérêt qui s'accroît pour la recherche sur les déterminants de localisation trouve son origine dans l'apparition de nouvelles puissances émergentes, l'accroissement des flux sud-nord et sud-sud, la montée économique de la Chine, de l'Inde, du Brésil, l'existence de fossés de recherches, ainsi que l'existence de particularités institutionnelles et économiques qui ajoutent plus de risques aux F&Ats. Reddy (2015) justifie l'intérêt également apporté à la recherche sur les déterminants de localisation des F&Ats à ce que cette recherche s'inscrit dans la stratégie d'internationalisation qui est très sollicitée par les managers. La question des déterminants approche plusieurs champs de la discipline des Sciences de gestion, notamment le commerce international et le management stratégique.

Au fil des années, la communauté scientifique a élaboré des classifications pour les déterminants des IDE. Historiquement, depuis le 17^e siècle, la principale motivation de l'internationalisation d'après Aharoni et Ramamurti (2008) était d'extraire, de transporter et de transformer les ressources naturelles des colonies vers le centre colonial et les produits manufacturés circulant du centre colonial vers les colonies. Les théories de localisation cherchent à comprendre les raisons qui laissent une entreprise privilégier un endroit sur un autre dans un ensemble donné de choix et de contraintes (D. Legros, Dubé, et Brunelle, 2016). Les anciennes publications empiriques sur les déterminants de locations ont été relevées par

plusieurs chercheurs particulièrement, Robinson (1961), Basi (1963) et Wilkins (1970). Ces publications ont majoritairement pris la forme de questionnaire.



Graphique 4 Nombre de publications scientifiques incluant les déterminants de localisation dans les recherches sur les F&A, Clarivate Analytics 2023.

Xie, Reddy et Liang (2017) considèrent les quatre motivations du paradigme OLI de Dunning (recherche de marchés, ressources naturelles, efficacité et actifs stratégiques) comme étant la théorie la plus explicative des déterminants des F&A. D'après les mêmes auteurs (2017), les déterminants transnationaux des flux de capitaux doivent comprendre des perspectives politiques pour les pays d'accueil et d'origine, l'environnement macroéconomique et financier, l'environnement culturel ainsi que la direction des flux (pays de l'Occident vers les pays d'Orient et vice versa) ou (des pays développés vers les pays en voie de développement) et finalement la qualité des institutions.

En ce qui concerne notre sujet d'étude, qui porte sur les facteurs qui influencent les F&A. Xie, Reddy et Liang (2017) soutiennent que parmi les articles fréquemment cités sur les F&A nous trouvons ceux afférents aux déterminants des F&A et la majorité de ces études ont pris la forme d'étude empirique. Parmi les études les plus citées sur le sujet des déterminants transnationaux, nous citons les travaux de Rossi et Volpin (2004) ; Di Giovanni (2005) ; Erel, Liao et Weisbach (2012) ; Ahern, Daminelli et Fracassi (2015). En outre, afin de nourrir notre curiosité, une petite recherche bibliométrique a été effectuée par nos soins sur Clarivate

Analytics (2023)¹³ et a dévoilé que parmi les articles les plus cités sur les déterminants, nous trouvons ceux-ci de Rossi et Volpin (2004) (536¹⁴); Erel, Liao et Weisbach (2012) (346) ; Dikova, Sahib et van Witteloostuijn (2010, p. 1981-2001) (270); Chakrabarti, Gupta-Mukherjee et Jayaraman (2009) ; Xie, Reddy et Liang (2017) (141) ; Malhotra et Gaur (2014) (117) Weitzel et Berns (2006) (104) Bhagat, Malhotra et Zhu (2011) (97).

3. Classification des déterminants de localisation

L'atteinte des marchés étrangers via les investissements directs est devenue de plus en plus attrayante pour les investisseurs. Cependant, les déterminants fondamentaux de l'IDE sont très controversés (Chaudhuri et Mukhopadhyay, 2014, p. 2). Pourtant, la tendance mondiale des IDE a conduit de nombreuses théories sur l'investissement direct et la firme multinationale à mettre en exergue les facteurs qui déterminent le comportement des IDE.

Buckley et Casson (1976) soulignent qu'il existe plusieurs niveaux d'analyse potentiels dans la recherche sur le commerce international : l'entreprise, l'industrie, la région et la nation. D'après Agarwal (1980) et Ragazzi (1973), il existe plusieurs théories concurrentes pour expliquer l'IDE, dont l'école intégrative (Wilhelms, Stanley, et Dean, 1998). Cette école analyse les IDE selon le point de vue des pays d'accueil ainsi que des investisseurs et considère que ni le monde développé ni celui en développement ne sont monolithiques.

3.1. Les déterminants selon l'approche d'équilibre

Nous pouvons classer notre analyse des facteurs influençant les déterminants des IDE en général et des F&Ats en particulier, en deux catégories d'équilibre : l'équilibre partiel et l'équilibre général.

3.1.1. L'équilibre partiel

L'équilibre partiel est une analyse faite au niveau des facteurs internes de l'entreprise. Elle est basée sur l'organisation industrielle et la finance (Blonigen, 2005). Le concept d'équilibre partiel est utilisé pour alimenter la connaissance de la transition des entreprises nationales vers les entreprises internationales. Selon Chaudhuri et Mukhopadhyay (2014) l'équilibre partiel explique que la présence de droits de douane, les coûts de transport et la volatilité des taux de

¹³ Actualisée jusqu'au 30 juillet 2023 d'après Clarivate Analytics.

¹⁴ Nombre de citations jusqu'au mois de juin 2023 d'après Clarivate Analytics.

change font de l'IDE le moyen d'investissement préféré aux exportations et à l'octroi de licences et suggère que l'IDE, par l'acquisition d'actifs spécifiques tels que les compétences et les technologies, peut offrir un avantage concurrentiel à l'entreprise et aux investisseurs. Shrikhande (2002) reproche aux chercheurs d'avoir été concentrés sur les IDE en tant qu'acquisitions étrangères d'actifs existants, mais pas sur la nouvelle formation de capital initiée par des étrangers dans l'équilibre partiel.

3.1.2. L'équilibre général

Les déterminants d'équilibre général, se concentrent davantage sur les variables externes susceptibles d'influencer la destination des IDE, en tenant compte à la fois des caractéristiques du pays d'origine et de celles du pays cible. Le modèle d'équilibre général, selon Chaudhuri & Mukhopadhyay (2014), trouve quatre motifs principaux pour l'investissement externe : la recherche de marchés, l'accès à des intrants à moindre coût, la recherche de ressources naturelles et la recherche d'actifs stratégiques tels que la technologie et les compétences. Blonigen (2005) affirme que la principale conclusion de ce à quoi ressemble le monde de l'IDE avec l'implication du gouvernement est l'équilibre général. La littérature sur les IDE s'est penchée dans son analyse sur les équilibres partiels, vu la difficulté de construire un modèle qui englobe l'ensemble des caractéristiques d'équilibre général.

3.2. Les déterminants selon les modèles théoriques du commerce

Les motivations des entreprises multinationales à s'engager dans des IDE ont été paramétrées en fonction de plusieurs théories en sciences de gestion, particulièrement, la théorie commerciale néoclassique, la théorie du cycle de vie des produits et les paradigmes éclectiques (Asongu, Akpan, et Isihak, 2018, p. 5) et d'autres théories comme la théorie institutionnelle.

Premièrement, la théorie commerciale néoclassique, basée sur deux approches qui sont l'approche de MacDougall (1960) et la seconde de Heckscher-Ohlin Ohlin (1967). Dans l'approche de MacDougall (1960), les flux de capitaux entre les pays sont régis par des taux de rendement différentiels. Le modèle Heckscher-Ohlin surnommé « $2 \times 2 \times 2$ », est un modèle d'équilibre général avec deux pays, deux facteurs de production et deux biens en supposant un marché concurrentiel (Faeth, 2009). Ce modèle suppose que les opportunités commerciales et les flux de capitaux entre deux pays dépendent de la dotation relative en facteurs de production.

Deuxièmement, la théorie du cycle de vie de Vernon (1966) est une théorie microéconomique qui intègre l'analyse de l'oligopole et les préoccupations stratégiques du marché et qui est basée sur des modèles historiques et des méthodologies qualitatives. L'approche du cycle de vie de Vernon est compatible avec les concepts de société multinationale et d'organisation industrielle. Cette méthode indique que les entreprises étrangères ont un avantage sur les entreprises nationales. Vernon ajoute que le choix de l'investissement a été fait entre l'exportation et l'investissement parce que les produits ont un cycle de vie séparé en trois étapes (nouveaux produits, produits matures et produits standardisés), ce qui fournit une base fondée sur les coûts pour le passage de l'exportation à la fabrication à l'étranger.

Troisièmement, la théorie d'internalisation qui a été développée par Buckley et Casson (1976), Hennart (1982) et Casson et Buckley (1983). Cette théorie, examine comment les entreprises multinationales utilisent les connaissances supérieures directement à l'étranger plutôt que de les confier à des entreprises étrangères. L'intégration des activités de production et de commercialisation d'une entreprise peut l'aider à mieux contrôler ses activités, en particulier la recherche et le développement. Sur la base des coûts de transaction, Buckley et Casson (1976) découvrent que l'intégration de la recherche et du développement oblige les multinationales à se concentrer principalement sur les pays industrialisés disposant d'un niveau élevé de connaissances et d'une main-d'œuvre qualifiée.

Quatrièmement, l'enveloppe « OLI » développé par Dunning en 1976, lors du symposium Nobel Stockholm sur l'allocation internationale de l'activité économique. Le paradigme éclectique « OLI » comprend trois dimensions. « O » de l'anglais « Ownership » qui veut dire propriété, « L » « Location » qui se réfère à la localisation, « I » « Internalization » qui veut dire internalisation. Le paradigme éclectique a émergé alors que l'économie néoclassique formait l'épine dorsale des théories orthodoxes dominantes (Landreth, 1976). La carrière universitaire de Dunning s'est concentrée sur le développement et les extensions ultérieures de son paradigme éclectique depuis 1958¹⁵. Le paradigme synthétise plusieurs théories (Tolentino, 2001 p.192). Cependant, Cantwell et Narula, (2001 p. 156-157) voient que le paradigme n'est pas une synthèse complète des théories, mais présente un cadre analytique global et un cadre de comparaison et d'entente entre les théories. Tolentino (2001) qualifie le paradigme éclectique de centre intellectuel loin d'une théorie. Le paradigme « OLI » s'appuie sur les

¹⁵ L'année de présentation de sa thèse doctorale « American Investment in British Manufacturing Industry ».

approches critiques de Hymer, Kindelberger, Vernon et la théorie de l'internalisation. Cantwell et Narula (2001) et Stoian et Filippaios (2008) considèrent le paradigme éclectique comme un cadre holistique très populaire en commerce international, spécifique au contexte, et qui sert à l'analyse des déterminants de l'investissement direct étranger. L'unité d'analyse dans le paradigme OLI est la totalité des entreprises engagées dans des activités étrangères à valeur ajoutée (Dunning, 1988c, p. 39).

Cinquièmement, l'approche institutionnelle dans les études des déterminants des IDE. North (1991) est le père fondateur. Dunning et Lundan (2008a) l'ont imbriqué juste après dans le paradigme « OLI ». La diversité des institutions, la dynamique des relations entre les gouvernements affectent la localisation dans le pays d'accueil (Batschauer da Cruz, Eliete Floriani, et Amal, 2020).

D'après Batschauer da Cruz et al. (2020) ; Bretas et al. (2022) ; Xie et al. (2017), le paradigme OLI est la théorie idéale pour l'explication des déterminants des IDE et des F&Ats. Ce paradigme est présenté dans la

Figure 3. L'hypothèse principale du paradigme éclectique (Dunning, 1977) est que le niveau et la structure des activités de valorisation à l'étranger d'une entreprise seront déterminés par trois conditions: (1) la possession unique et durable d'avantages spécifiques par rapport à d'autres entreprises (avantages liés à la propriété - "O") ; (2) la mesure dans laquelle l'entreprise perçoit qu'il est utile d'ajouter à ses avantages O plutôt que de les vendre à d'autres entreprises étrangères (avantages liés à l'internalisation - "I") ; et (3) la mesure dans laquelle les entreprises sont intéressées par la création, l'accès ou l'utilisation de leurs avantages "O" dans un lieu étranger (avantages liés à l'emplacement - "L").

L'application du paradigme OLI de Dunning est le résultat de divers efforts, notamment des travaux des années (1958, 1972, 1973, 1977, 1981, 1988, 1993, 1995, 1998, 2000, 2006). En outre, l'étude de Dunning et Lundan (2008) s'est distinguée par l'inclusion d'une nouvelle composante qui sont les institutions. Cependant, l'extention du paradigme OLI à travers l'analyse du pays d'origine dans la TDI a été faiblement discutée par les chercheurs dans la théorie du développement des investissements. Dunning énumère quatre raisons fondamentales d'internationalisation des entreprises qui sont la recherche de marché, la recherche d'efficacité, la recherche de ressources naturelles et la recherche d'actif stratégique. Outre ces éléments,

l'adhésion des institutions à son paradigme a fait de ce paradigme un centre intellectuel assorti aux différentes décisions d'internationalisation des entreprises.

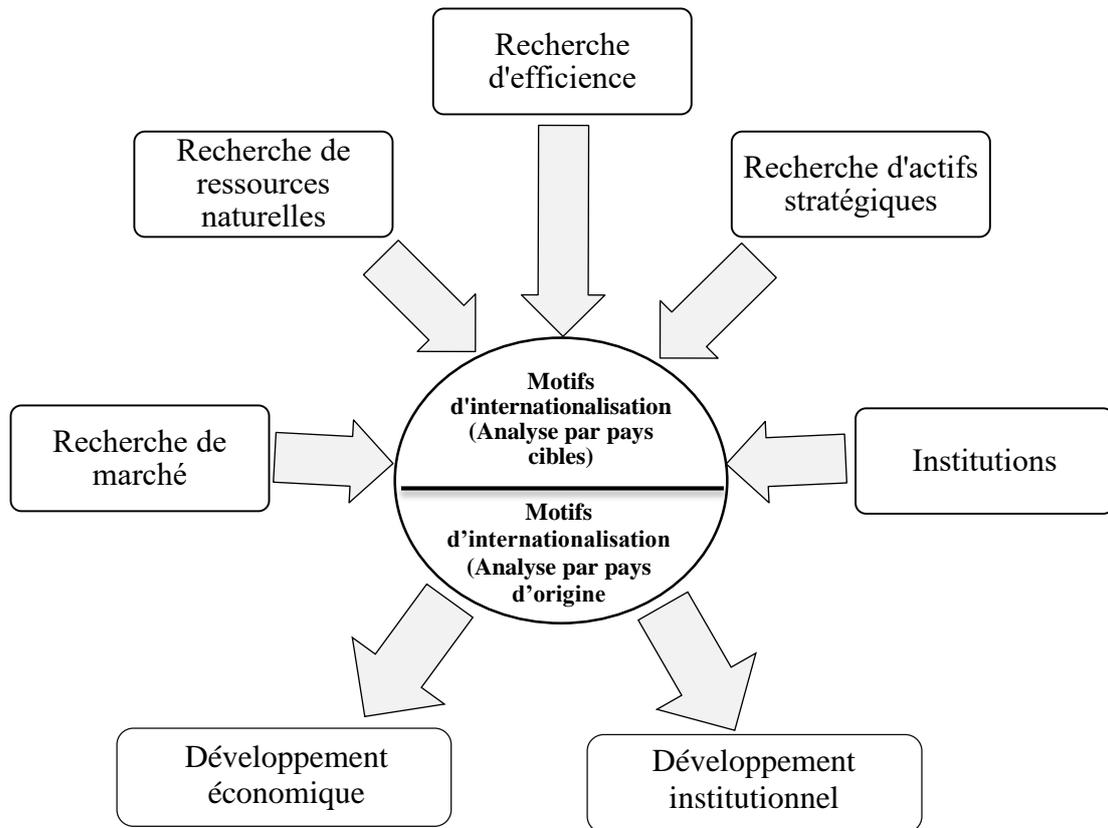


Figure 3 Principales motivations d'internationalisation des entreprises selon le paradigme OLI

D'après Dang et al. (2018) ; Di Giovanni (2005) ; Erel et al. (2012) ; Pablo (2009) ; Tunyi et Ntim (2016) ; Xie et al. (2017) ; Yaprak et al. (2018), certains déterminants peuvent refléter les différentes motivations d'internationalisation citées par Dunning (2000) notamment sous forme de F&Ats.

Pour mesurer la motivation de recherche de marché dans le pays cible, Utesch-Xiong et Kambhampati (2022) par exemple, énumèrent plusieurs déterminants dont le produit intérieur brut (PIB) du pays d'accueil, la taille de la population, le revenu national brut. Xie et al. (2017) par exemple énumèrent la croissance du marché, l'ouverture commerciale, le taux de change, la liberté économique, la qualité d'infrastructure... etc. Pour la recherche de ressources naturelles Utesch-Xiong et Kambhampati (2022) citent aussi que des chercheurs ont relaté

comme déterminant à la recherche de ressources naturelles dans le pays cible, la production de ressources (Cheung et al., 2012), les rentes de ressources (A. G. Ross, 2015), la part des ressources naturelles dans le PIB (Tunyi et Ntim, 2016), ou les exportations de ressources (Cheung et Qian, 2009) qui sont toutes susceptibles d'être endogènes à l'IDE dans l'économie d'accueil. Pour mesurer la motivation de la recherche d'efficience, la littérature recense le salaire minimum interprofessionnel garanti, la formation de pointe, l'adéquation formation-emploi, le taux d'analphabétisme. Pour mesurer la recherche des actifs stratégiques, Igbini et al. (2020) ; Meyer (2015) ; Rozen-Bakher (2017) précisent la R&D et les brevets technologiques et l'existence de nouvelles technologies (Franco et al., 2008).

La littérature sur les IDE, l'internationalisation des entreprises et les F&Ats recense plusieurs déterminants de localisation dans le pays d'accueil et dans le pays d'origine (E. Xie et al., 2017). Nous synthétisons l'ensemble de ces déterminants cités en fonction des motivations d'internationalisation ainsi qu'en fonction de la provenance et de la destination des F&Ats dans le Tableau 3 ci-dessous.

Tableau 3 Différentes variables retenues dans les études sur les déterminants des F&Ats.

Déterminants		Variables retenues
Motifs d'internationalisation selon le pays cible		
<i>Recherche de marché</i>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Taille du marché et revenu par habitant. ▪ Croissance du marché. ▪ Accès aux marchés régionaux et mondiaux. ▪ Préférences des consommateurs propres à chaque pays. ▪ Structure des marchés. ▪ Distance psychique/institutionnelle. 	PIB, PIB/habitant. Croissance du PIB. Ouverture commerciale, Accords commerciaux, taux de change, distance géographique. Religion, ethnies Existence de pouvoir monopolistique Distance culturelle, Distance religieuse, linguistique, qualité des institutions publique, origine légal, affinité politique, catégorisation économique.
<i>Recherche de ressources</i>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Disponibilité des matières premières et des ressources naturelles. ▪ Coût des matières premières. ▪ Infrastructure physique. 	Dotation en ressources naturelles. Prix du carburant Utilisateurs d'Internet, téléphonie mobile.
<i>Recherche d'efficacité</i>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Main-d'œuvre non qualifiée à faible coût ou main-d'œuvre qualifiée. 	Coût de la main d'œuvre, main d'œuvre qualifié.
<i>Recherche d'actif stratégique</i>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Disponibilité d'actifs spécifiques à l'entreprise : technologie, innovation, marketing, marques, etc. ▪ Acquisition d'un pouvoir de marché ou de nouveaux marchés, répartition des risques, réduction des coûts de transaction. 	Demandes de marques, brevets. Exclusivité sur un marché, précis.
Motifs d'internationalisation selon le pays d'origine		
<i>Progrès économique et institutionnel</i>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Développement économique. ▪ Développement institutionnel. 	PIB par habitant, revenu national brut par habitant Appartenance à des groupements régionaux, taux de change, inflation.

Section 3. Déterminants de création de valeur dans les F&As

La thématique de la création de valeur suscite un intérêt colossal au sein du champ disciplinaire des F&As. L'approche de la création de valeur peut être envisagée sous divers prismes, notamment ceux de la valeur stratégique, commerciale, comptable et boursière. L'objet de cette étude réside principalement dans l'exploration de la richesse, privilégiant une perspective à court terme centrée sur le marché boursier. Notre enquête s'attache à analyser la réaction du marché à la suite de l'annonce d'opérations de F&A sur la BVC.

Cette section met en exergue une recherche bibliométrique dédiée aux déterminants de la création de valeur. Nous procédons à la définition du concept de valeur, à l'identification des principales mesures de création de valeur dans le contexte des opérations de F&As, ainsi qu'à l'examen des théories influentes dans la mesure de la création de valeur boursière ou actionnariale, tout en détaillant la méthodologie de calcul au moyen de la méthode d'événement. En dernier lieu, nous soulignons les différents facteurs déterminants de la création de valeur actionnariale.

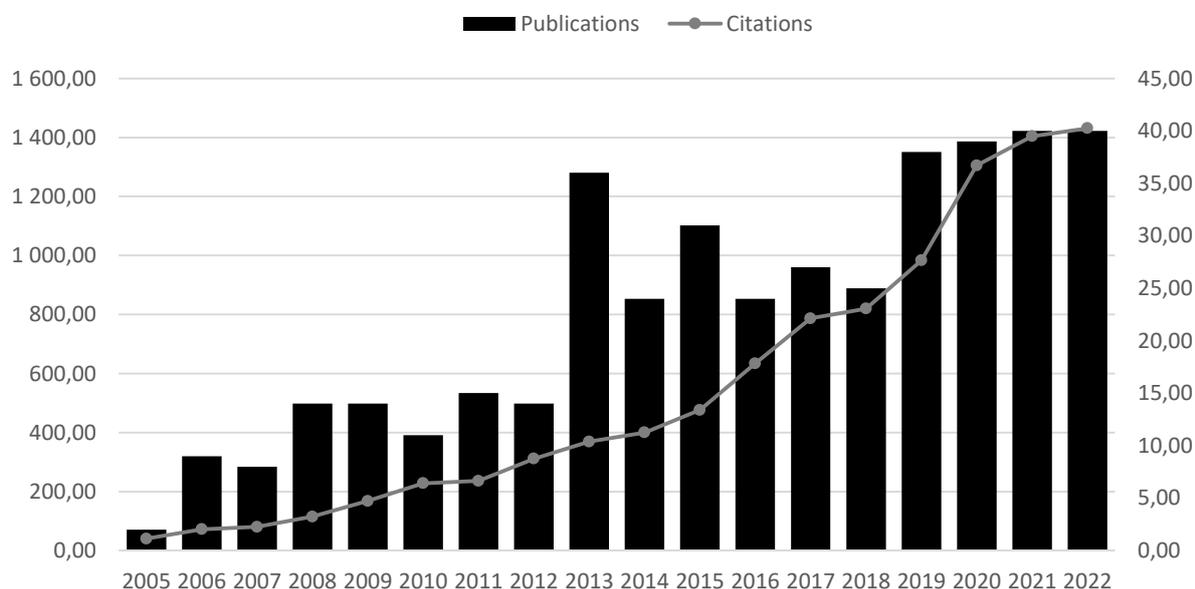
1. La recherche sur la création de valeur dans les F&As

La création de valeur pour l'actionnaire est examinée en grande partie d'un point de vue comptable et financier. À cet égard, une étude bibliométrique menée par Cumming, Jindal, Kumar et Pandey (2023) indique que la création de valeur est la sixième question la plus fréquemment traitée par les spécialistes de la comptabilité et de la finance dans le cadre des F&As. Selon la même étude bibliométrique, les publications sur la création de valeur sont les plus anciennes et les premières à partager une opinion dominante selon laquelle les F&As profitent principalement aux actionnaires cibles.

Dans un travail intéressant, Lobo, Vieira et Oliveira (2023) analysent l'évolution de la production scientifique sur l'effet de l'annonce d'opérations F&A au niveau des RAs entre 2012 et 2022, et trouvent que le nombre des publications scientifiques a augmenté et constatent aussi que les pays qui publient le plus d'articles sur ce sujet sont les États-Unis, le Royaume-Uni, l'Australie, la Chine et l'Inde et les continents les plus étudiés sont le continent américain et asiatique. Cependant, il existe de grandes pénuries dans le contexte européen et africain.

Dans la même perspective, les universitaires ont ignoré les autres parties prenantes tout en se concentrant sur la création de valeur chez les actionnaires (Segal, Guthrie, et Dumay, 2021). Selon Clarivate Analytics (2023)¹⁶, la recherche sur la création de valeur dans les pays africains est extrêmement rare et dépasse rarement 2 % et les chercheurs liés aux universités marocaines ont un faible intérêt pour la création de valeur, mais malheureusement leurs travaux ne se concentrent ni sur le marché national ni sur le marché africain. Ibrahimi, Amine et Taghzouti (2021), par exemple, ont souligné les facteurs de création de valeur dans la région MENA. Meghouar (2020), Ibrahimi Mohammed et Meghouar Hicham (2019) ; Meghouar et Ibrahimi (2020) ont travaillé sur la création de valeur dans le marché français des F&As.

Le Graphique 5 illustre la croissance du nombre d'articles et de citations sur la création de valeur par les F&As entre 2005 et 2022 selon Clarivate Analytics (2023). Nous pensons que cette évolution est principalement due au fait que de nombreux chercheurs s'intéressent à ce phénomène dans les pays émergents, comme en Chine et en Inde. La création de valeur est considérée comme une révolution historique ou une percée dans la recherche et la pratique de la gestion (Ryan, 2012). Inversement, le nombre croissant de citations souligne le calibre et l'importance de la recherche sur la création de valeur chez les F&As.



Graphique 5 Nombre de citations et de publications sur la création de valeurs entre 2005 et Juillet 2023, Clarivate analytics et Webofscience, 2023

¹⁶ D'après des publications allant de 1986 à juillet 2023 totalisant 443 articles, 6,852 citations de la collection de bases du Web of Science.

2. Le concept de valeur dans les opérations de F&Ats

Brealey (2012) affirme que l'objectif de l'entreprise est de maximiser la valeur marchande et donc la richesse des actionnaires. Dans cette perspective, aucune entreprise ne peut survivre si elle ne génère pas suffisamment de revenus pour ses actionnaires ou si elle ne poursuit pas les objectifs personnels de ses dirigeants (Panigrahi, Zainuddin, et Azizan, 2014; Trautwein, 1990, p. 284). L'hypothèse de la création de valeur soutient que la valeur est la cause première et le prédicteur sous-jacent de la performance d'une entreprise, la valeur étant un élément crucial reçu par les actionnaires. Bien qu'une opération de F&A affecte de nombreuses parties prenantes d'une entreprise, telles que les détenteurs d'obligations, les travailleurs et les clients, la théorie financière considère que la richesse des actionnaires est l'objectif principal, car les actionnaires sont les propriétaires résiduels de l'entreprise.

En termes de création de valeur, la F&At a été le type de mécanisme de croissance organique et d'IDE le plus étudié dans plusieurs zones géographiques, notamment en Asie avec les travaux de Fatemi, Fooladi, et Garehkoolchian (2017) ; Jain, Kashiramka, et Jain (2021) ; Tian et Li (2023), dans la région MENA avec les travaux de Ibrahimi et Amine (2020) ; Ibrahimi, Amine, et Taghzouti (2021), en Afrique grâce à Degbey et Ellis (2017) ; Tunyi et Ntim (2016) et finalement dans la région européenne avec Andriuskevicius (2019) ; Campa et Hernando (2004) ; Goergen et Renneboog (2003) ; Ibrahimi Mohammed et Meghouar Hicham (2019).

3. Mesures de création de valeur

« La gestion fondée sur la valeur est une approche dans laquelle les ambitions globales, les méthodologies analytiques et les procédures de gestion d'une entreprise sont liées aux principaux moteurs de la valeur actionnariale », explique Timothy (1994). Les entreprises ne créent pas directement de la valeur. Elles doivent se concentrer sur les facteurs susceptibles d'affecter la valeur actionnariale, tels que la gouvernance d'entreprise, la structure du capital, la gestion du fonds de roulement et les rachats (Venugopal, M, et G, 2018). Plusieurs praticiens et théoriciens ont cherché à trouver des indicateurs de génération de valeur. Ces métriques servent de signal à certains managers pour créer de la valeur, renforcer la confiance des actionnaires et attirer des investissements sur le long terme. La communauté scientifique distingue deux approches pour la mesure de la création de valeur, qui sont l'approche comptable et l'approche boursière. Cependant, l'approche comptable a toujours été critiquée quant à sa capacité et à sa fiabilité à mesurer la création de valeur.

3.1. Création de valeur à partir des mesures comptables

La valeur actionnariale est produite, selon les théoriciens de la finance d'entreprise, lorsque le rendement du capital investi dépasse le coût du capital (Albouy, 2006). Selon Sbai (2017, 2019), les indicateurs comptables peuvent être utilisés pour mesurer la création de valeur dans les entreprises. Néanmoins, Wirth, Kubacki et Napierała (2013) soutiennent que la valeur comptable, qui est censée être un produit de l'activité antérieure, ne peut jamais identifier la création de valeur.

La littérature reconnaît six indicateurs clés de création de valeur : le rendement des actifs (ROA), le rendement des capitaux propres (ROE), le bénéfice par action (EPS), le rendement des capitaux employés (ROCE) et le flux de trésorerie disponible (FCF) et finalement la valeur ajoutée économique (EVA). Le ROE, le ROA et l'EPS sont insuffisants, car ils ne tiennent pas compte du coût du capital (Faiteh et Aasri, 2023). Selon Chen et Dodd (1997), les mesures comptables typiques développées au fil du temps n'ont pas réussi à expliquer la valeur actionnariale. Selon Venugopal, M, & G (2018), le bénéfice par action (EPS), le retour sur investissement (ROI), le rendement du capital investi (ROCE) et le rendement des capitaux propres (ROE) analysent uniquement le bénéfice comptable et ne représentent pas la valeur de l'entreprise. D'autres indicateurs comptables sont mis en exergue dans les études de création comme l'EVA qui, selon Stewart (1991), Tong, Yao et Xiong (2010), est un instrument qui indique le montant absolu de la création de richesse pour les actionnaires grâce à un choix d'investissement efficace et l'indicateur du MVA qui est la différence entre la valeur de marché et la valeur comptable de l'entreprise, en d'autres termes, c'est la valeur actuelle nette de l'entreprise (Stewart, 1991). Du point de vue de l'investisseur, la MVA est la meilleure mesure finale de la performance de l'entreprise.

3.2. Création de richesse à partir des données boursières

Les F&As constituent un événement à haut risque dans la vie d'une entreprise, qui affecte les actionnaires, la direction et le marché boursier (Aalbers, McCarthy, et Heimeriks, 2021). Presque toutes les études indiquent que les IDE/acquisitions étrangères apportent une bonne valeur aux actionnaires des entreprises acquises. Selon Sbai (2017, 2019), il existe deux intervalles de temps dans la création de richesse à partir de mesures boursières : l'un à court terme et l'autre à long terme (3 à 5 ans). Si la majorité des chercheurs ont examiné la création de valeur à travers les effets d'annonce, nombreux sont ceux qui ont critiqué leur utilisation.

La mesure boursière s'appuie sur des études d'événements. L'étude d'événement évalue l'influence des F&As sur les variations du cours des actions pendant une courte période entourant la date de l'événement (Sbai, 2019). L'étude d'événement cherche à savoir s'il est concevable pour un investisseur de gagner plus que le rendement attendu à l'annonce d'une fusion (Fama, Fisher, Jensen, et W. Roll, 1969). L'examen de la création de valeurs à court terme sous la forme d'études d'événements est peut-être la manière la plus populaire d'examiner la création de valeur.

Il est impératif de souligner la pertinence des théories du signal et de l'efficacité des marchés pour une compréhension approfondie des RAs observés suite à l'annonce d'opérations de F&As. La théorie du signal joue un rôle essentiel en mettant en lumière le pouvoir informationnel de l'annonce elle-même, agissant comme un indicateur significatif des perspectives de création de valeur et des dynamiques sous-jacentes à la transaction. Parallèlement, la théorie de l'efficacité des marchés revêt une importance fondamentale en fournissant un cadre conceptuel pour évaluer la rapidité et l'ampleur avec lesquelles le marché intègre l'information nouvellement disponible.

3.2.1. Théorie du signal

Nous utilisons la théorie du signal pour prévoir comment les investisseurs réagiront à l'annonce d'une F&A en achetant ou en vendant des actions afin de comprendre la réaction du marché financier (Campa et Hernando, 2004 ; Chalençon, Colovic, Lamotte, et Mayrhofer, 2021). La théorie du signal englobe le signal appliqué par un émetteur ou un investisseur pour envoyer un signal ou une indication au marché sur les tendances actuelles ou futures.

Selon Chalençon, Colovic, Lamotte et Mayrhofer (2021), l'annonce d'une F&A peut être interprétée comme un signal d'intention destiné à inciter les investisseurs financiers à adopter un réflexe d'achat d'un plus grand nombre d'actions dans l'espoir d'obtenir des profits plus élevés, ce qui se traduit par une variation positive du prix des actions et des RAs à la date de l'annonce. À cet égard, les investisseurs externes n'ont aucune connaissance de l'opération envisagée ou de l'entreprise cible. Seuls les « initiés », c'est-à-dire les dirigeants et les cadres des entreprises concernées par les F&As, ont accès aux informations relatives à l'entreprise.

Conformément à notre cadre de recherche, il est impératif de souligner que le signal temporel essentiel pris en considération dans cette étude est la date d'annonce de l'opération de la F&A, c'est-à-dire le jour d'annonce ou ($J=0$). Cette étape initiale revêt une importance cruciale en

tant que catalyseur potentiel pour des variations significatives des rendements boursiers. L'annonce elle-même génère un signal informationnel qui influence directement les anticipations des investisseurs et les réactions du marché.

3.2.2. Théorie d'efficience de marché sur le marché boursier

La méthode d'événements est basée sur le concept d'efficience du marché (Kang, Lee, et Park, 2022 ; Ross, Westerfield, Jeffrey, et Bradford, 2021). Lorsque les prix représentent avec précision toutes les données pertinentes sur la valeur réelle des actifs sous-jacents, on dit que le marché est efficient. La capacité à intégrer l'information de manière que les acheteurs et les vendeurs de titres aient le plus d'opportunités de négocier tout en supportant les coûts les plus bas possibles est connue sous le nom d'efficience du marché. L'efficience du marché peut prendre trois formes différentes, faible, semi-forte et forte.

3.2.2.1. La forme faible d'efficience de marché

La forme faible suggère que l'utilisation de données historiques sur les prix des actions ne permettra pas à un investisseur de générer un rendement anormal positif. On s'attend à ce que les prix des actions aient déjà pris en compte ces informations antérieures si le marché est faible ou inefficace. Ross, Westerfield, Jeffrey et Bradford (2021) voient que le prix d'une action varie parce que les investisseurs ne sont pas toujours d'accord sur la valeur à attribuer à cette action.

3.2.2.2. La forme semi forte d'efficience de marché

La forme semi-forte est décrite comme un marché qui reflète pleinement toutes les informations disponibles, de sorte qu'il est impossible pour un investisseur d'obtenir des résultats supérieurs à ceux du marché. Cette notion a été testée à plusieurs reprises par Fama, Fisher, Jensen et W. Roll (1969) en évaluant l'ajustement du marché aux informations publiquement disponibles, telles que les annonces. Par conséquent, l'effet des F&As (informations publiquement disponibles) en tant qu'événement sur les prix des titres est associé à la forme semi-forte de l'efficience des marchés.

3.2.2.3. La forme forte d'efficience de marché

La forme forte englobe toutes les informations, qu'elles soient publiques ou privées. Par conséquent, Fama (1965), estime que toute information importante pour la valeur d'une entreprise, même si elle n'est connue que d'un seul investisseur, sera déjà prise en compte par le marché. Même les informations privilégiées devraient être prises en compte.

3.2.3. Etude des rentabilités anormales sur le court terme

La mesure la plus utilisée de l'augmentation de la richesse des actionnaires résultant des F&As est celle des Ras à court terme, connus sous le nom d'études d'événements (Bösecke, 2009; Martynova et Renneboog, 2008; Opoku-Mensah et Yin, 2023). Selon Zollo et Meier (2008), les rendements anormaux des actionnaires sur une fenêtre d'événement à court terme ont été utilisés dans 41 % des études. La création de valeur à court terme pour les actionnaires de la société cible fait l'objet d'un consensus, tandis que la création de valeur pour les entreprises acquéreuses ne fait pas l'unanimité (Nadisah et Kamilah, 2018).

La Figure 4 ci-dessous montre l'influence de l'annonce de l'opération de F&A de la nouvelle entreprise (AB) au jour sur le rendement des actionnaires de l'entreprise A et de l'entreprise B. Ce rendement peut être positif ou négatif. La fenêtre d'estimation entre T0 et T1 est la période dans laquelle on peut anticiper les rendements normaux avant l'opération de F&A de chaque entreprise distincte. La fenêtre d'estimation comprise entre T1 et T2 sert pour le calcul des rendements anormaux. Cependant, la fenêtre post-événement n'est pas d'une grande utilité pour les études d'impact du signal - l'annonce de l'opération de F&A - sur le court terme.

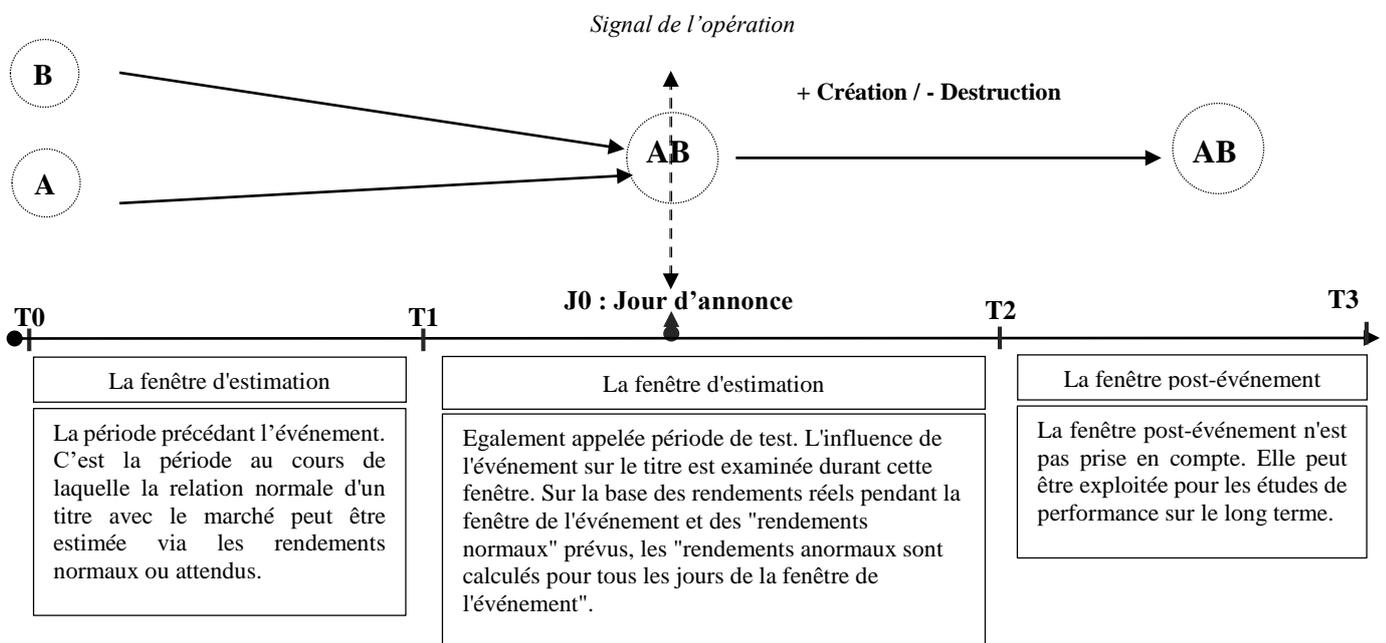


Figure 4 Les différentes fenêtres d'analyse dans les études d'événements dans les marchés efficients dans le cadre de l'influence de l'annonce de la F&A sur les rendements des actions

4. Déterminants de création de valeur

Si la recherche sur la création de valeur suscite l'intérêt de nombreux chercheurs en F&A, l'investigation de ses déterminants demeure également un sujet particulièrement captivant pour la communauté scientifique (Cumming et al., 2023; E. Xie et al., 2017). De nombreux facteurs exercent une influence sur la création de valeur au sein des opérations de F&As, tels que le type de transaction (fusion ou acquisition), la portée géographique (transfrontalière ou nationale), la méthode de paiement (en espèces ou en actions), l'expérience de l'acquéreur en matière de F&A, le statut de la cible (cotée en bourse ou non) et la similarité sectorielle des entreprises impliquées (Alexandridis et al., 2017; Ibrahimi et al., 2021; Ibrahimi et Taghzouti, 2014).

La littérature scientifique détermine trois grands blocs de déterminants des F&As. Premièrement, des facteurs spécifiques micro qui sont liés à l'entreprise et au deal. Deuxièmement, les facteurs macro afférents aux pays d'origine et cible (Dell'Acqua et al., 2018). Nous suivons plusieurs études fréquemment citées comme celles d'Aybar et Fici (2009) ; Erel et al. (2012) ; Rossi et Volpin (2004) et des études plus récentes comme celles de Jain et al. (2021) ; Tunyi et Ntim (2016) ; Yin et Tian (2023) ainsi que la recherche de Hossain (2021) pour classer et préciser les différents déterminants de création de valeurs.

Nous énumérons les principaux facteurs de création de valeurs comme précisés par la littérature. À cet égard, nous évoquons, premièrement, pour les facteurs propres à l'entreprise, la taille de l'entreprise, la durée de mandat des dirigeants, l'expérience des acquisitions, le secteur d'activité des entreprises et finalement la réputation des entreprises impliquées dans les F&As. Deuxièmement, les facteurs propres au deal, il s'agit des déterminants relatifs aux particularités de la transaction comme la taille de la transaction, le moyen de paiement et les partenaires des entreprises. Finalement, les facteurs propres aux pays, à l'instar de la protection des investisseurs et enfin la distance culturelle. Ces facteurs sont les déterminants les plus évoqués dans des études fréquemment citées.

4.1. Facteurs propres à l'entreprise

Peu d'études ont traité la question de l'impact des caractéristiques propres à l'entreprise et de leur incidence sur la réussite de l'acquisition à l'étranger. Dans la littérature en sciences de gestion, et particulièrement celle relative à la stratégie, la finance et le commerce international, les déterminants les plus courants des F&As et qui sont liés à l'entreprise sont, la taille de l'entreprise, les ressources financières, l'expérience multinationale, l'expérience locale, la

diversité des produits et la stratégie internationale. D'après Shimizu et al. (2004), les facteurs liés à l'entreprise peuvent être analysés pour l'entreprise acquéreuse et pour l'entreprise cible.

4.1.1. La taille de l'entreprise

La taille d'entreprise a toujours été au cœur des travaux sur les F&As, par exemple, Harford (1999) voit que la taille des entreprises de grande taille est associée à la probabilité d'être acquéreur. Plusieurs études ont pris en considération la taille de l'entreprise comme variable explicative de la création de valeur (voir, par exemple, Defrancq et al. 2021 ; Gupta et al. 2021; Huyghebaert et Luypaert 2013 ; Oehmichen et al. 2022).

La taille d'entreprise peut être présentée comme la capacité de générer des gains par des économies d'échelle et de gamme et, par conséquent, des rendements plus élevés pour les acquéreurs (Moeller et al., 2004a). La taille d'entreprise a été mesurée par l'actif comptable dans plusieurs études comme Humphery-Jenner et Powell (2014) ; Hussain et al. (2022), Du et Boateng (2015). D'après Demsetz et Lehn (1985), les grandes structures disposent de dirigeants plus enclins à l'orgueil et peuvent s'engager dans des investissements plus colossaux vu qu'ils disposent de ressources financières et d'opportunités de financement. L'acquisition d'une grande cible donne aux dirigeants de l'entreprise acquéreuse un plus grand pouvoir, une meilleure réputation, un salaire plus élevé et une meilleure reconnaissance sociale, sans parler des économies d'échelle et d'envergure (Firth, 1980).

Plusieurs études dénotent l'existence de relations négatives entre la création de valeur et la taille des entreprises acquéreuses et cibles : à l'instar de l'étude Francis et al. (2008) sur les acquisitions américaines entre 1990 et 2003, l'étude d'Alexandridis et al. (2010) sur les F&As entre 1990 et 2007 et l'étude de Shams et al. (2013) sur le marché australien des F&As entre 2000 et 2010.

La taille d'entreprise acquéreuse a été manipulée par plusieurs chercheurs à l'instar de (Boateng et al., 2019; Defrancq et al., 2021; J. Li et al., 2016). Moeller et al. (2004) stipulent que les acquéreurs de petite taille surperforment ceux de grande taille lors de l'annonce des opérations de F&As. D'autres chercheurs précisent que la grande taille modère positivement le lien entre la distance culturelle et la création de valeur (Boateng et al., 2019). La taille de l'entreprise cible a été également manipulée par des chercheurs comme Amewu et Alagidede (2018) ; Capron et Shen, (2007) ; Franks et Harris (1989) et qui concluent que la taille des cibles exerce une relation positive sur la création de valeur.

4.1.2. Mandat des dirigeants

La composition du conseil d'administration et l'ancienneté des dirigeants est un élément important des résultats des F&As, comme le soulignent les récentes études de Datta et al. (2020) ; Zhou et al. (2020). Comme des études antérieures de Cotter et al. (1997) et Yim (2013), les caractéristiques du PDG et du conseil d'administration peuvent influencer considérablement les décisions d'acquisition des entreprises et les rendements des actionnaires (H. Ding et al., 2021; S. Dutta et al., 2011; B. Zhou et al., 2020).

D'après Hambrick (2007), la théorie de l'échelon supérieur affirme que les expériences, les valeurs et les personnalités des cadres influencent leurs choix et leurs décisions. Le président et le directeur général peuvent être considérés comme l'ultime équipe de direction dans toute organisation (Garrow et Awolowo, 2022). Selon Hambrick et Fukutomi (1991), il existe cinq saisons du mandat d'un PDG entre son entrée en fonction et son départ et, plus les saisons s'étalent et que le PDG exerce, il sélectionne généralement le "thème durable" ou la stratégie qui guidera l'organisation jusqu'à la fin de leur mandat dont fait partie la F&A. Dans ce sens, les dirigeants d'entreprises de longue date peuvent prendre de meilleures décisions en raison de leur expérience spécifique à l'entreprise ou au secteur (Hambrick et Fukutomi, 1991). Par exemple, Zhou et al. (2020), examinent cette question de manière empirique à l'aide d'un échantillon de 16 516 opérations de F&As sur la période 1999 et 2015, et montrent que les PDG en poste depuis longtemps réalisent de meilleures opérations de F&As, dont les rendements anormaux sont plus élevés au moment de l'annonce. Cependant, la littérature converge vers l'idée que les PDG de longue date sont susceptibles d'être enracinés, d'avoir une vision myope de l'environnement commercial, ce qui conduit à de mauvaises décisions en matière de F&As et détruit la valeur actionnariale (voir, par exemple Kroll et al., 2000 ; Shleifer et Vishny, 1989 ; Westphal et Zajac, 1995).

4.1.3. Expérience d'acquisition

Selon la théorie de l'apprentissage organisationnel (Chao, 2018 ; Fiol et Lyles, 1985 ; Huber, 1991; Levitt et March, 1988) lorsque les entreprises vivent des expériences, elles génèrent des connaissances qui influencent grandement leurs stratégies et leurs résultats globaux. Dans cette théorie, les entreprises sont considérées comme des systèmes fonctionnant sur la base de routines, où les expériences passées sont stockées sous forme de routines qui façonnent les actions futures.

La recherche actuelle sur les F&As se concentre principalement sur le traitement de ces événements en tant qu'événements isolés. Contrairement aux acquisitions sporadiques, les acquéreurs se lancent fréquemment dans une série de F&As interdépendantes, stratégiquement orchestrées pour obtenir une valeur accrue ou des performances améliorées. D'après Li et al. (2021), le domaine des recherches fréquentes sur les F&As, intégrant les acquéreurs récurrents, a contribué de manière significative à l'accumulation des connaissances, en élucidant des points de vue cruciaux concernant les impacts de ce phénomène (voir, par exemple, Castellaneta et Conti, 2017 ; Chao, 2018 ; Gong et al., 2019).

Schipper et Thompson (1983) soulignent également la nature récurrente des acquisitions, affirmant qu'une séquence d'annonces de F&As est susceptible de générer de la valeur. Toutefois, Conn et al. (2005) indiquent une baisse des rendements anormaux cumulés lors d'événements successifs de F&As.

Nous croyons que l'apprentissage dérivé de l'expérience d'acquisition transmet principalement des connaissances aux entreprises lors de la sélection de la cible plutôt que lors de la phase de restructuration qui s'ensuit (Hazelkorn et al., 2004). Ce constat a été également partagé par la proposition de Castellaneta et Conti (2017) qui postule que les entreprises impliquées dans des acquisitions sont plus susceptibles d'acquérir des compétences dans l'exécution correcte de l'étape de sélection (caractérisée par une ambiguïté causale moindre) que dans l'étape de restructuration (caractérisée par une ambiguïté causale plus élevée).

Plusieurs auteurs ont étudié l'influence de l'expérience d'acquisition sur la performance : nous citons, par exemple, les travaux de Boateng et al. (2019) sur les F&As chinoises, les travaux de Castellaneta et Conti (2017) et Cuypers et al. (2017) sur les F&As américaines et finalement le travail de Rabbiosi et al. (2012) sur les acquéreurs en provenance des pays émergents. L'ensemble de ces auteurs cités a rapporté l'influence positive des expériences d'acquisitions sur la performance des entreprises.

4.1.4. Secteur d'activité partagé

Il existe dans la littérature des arguments théoriques nombreux et contradictoires pour expliquer la relation entre la stratégie de diversification et les performances de l'entreprise, suggérant que la diversification peut avoir à la fois des effets d'augmentation et de réduction de la valeur. Malheureusement, il n'y a pas eu de consensus sur l'influence de la similitude ou de la différence des secteurs sur la création de valeur dans les entreprises. La littérature identifie

deux courants expliquant l'influence du secteur de l'acquéreur et de la cible sur la performance post-fusion.

La première école voit que la diversification peut créer de la valeur pour les entreprises à cause de la création d'économie d'échelle comme le propose Chandler (1977), de la capacité d'endettement accrue comme l'affirme (Lewellen, 1971), des avantages liés au pouvoir de marché, qui sont largement inaccessibles à leurs homologues plus ciblés (Scherer, 1980), et finalement, l'accès facile à des fonds externes pour financer la croissance (M. Meyer et al., 1992).

La deuxième école voit que l'acquisition d'une cible qui opère dans le même secteur que l'acquéreur tire sa justification de l'alignement stratégique, de l'escompte de diversification et finalement de l'hypothèse de bénéfice de diversification. La théorie de l'alignement stratégique postule l'association positive entre les F&As liées et la création de valeur (Shelton, 1988). En revanche, l'hypothèse de l'escompte de la diversification anticipe les coûts de la diversification et affirme que la diversification dans les F&As diminue la confiance des investisseurs, entraînant une érosion de la valeur (Chevalier, 2004; Dos Santos et al., 2008). À l'inverse, l'hypothèse des avantages de la diversification suggère que la diversification apporte de nombreux avantages stratégiques et financiers aux entreprises engagées dans les F&As (Campa et Kedia, 2002; Kedia et al., 2011).

Nous croyons que les entreprises invoquent souvent le potentiel de synergies en termes de coûts et de revenus pour justifier une F&A. Les opérations liées peuvent être plus fructueuses que les opérations de diversification, car il est plus facile de réaliser des synergies en achetant une entreprise ou un actif dans le même secteur d'activité (Hazelkorn et al., 2004). Plusieurs études confirment cela, à commencer par les anciennes études comme celles de Salter et Weinhold (1979) et Singh et Montgomery (1987) et des études un peu récentes comme celles de Dos Santos et al. (2008) et de Graham et al. (2001). Une autre étude de Kumar et Suhas (2010) conclut que les acquisitions horizontales bancaires créent de la richesse pour les banques acquéreuses et pas pour les banques cibles.

4.2. Facteurs propres à la transaction

La création de valeur dans les opérations de F&As est également influencée par des facteurs inhérents à la transaction comme la taille de la transaction, le moyen de paiement et finalement les partenaires des entreprises lors de la transaction.

4.2.1. Taille de la transaction

Peu d'études ont mis en exergue l'influence de la taille de transaction sur la création de valeur. L'étude récente de Tunyi (2021) sur les entreprises cotées sur le NYSE, AMEX ou NASDAQ entre 1988 et 2017 justifie que la taille de la transaction a une influence positive sur les RAs des acquéreurs. Une autre étude de Dranev et al. (2019) partage la même idée sur l'influence de la taille de transaction. Finalement, Moeller et al. (2004) mettent en relief l'influence significative et positive de la taille de transaction sur la richesse actionnariale des acquéreurs. Certains auteurs comme Alexandridis et al. (2013) et Loyeung (2019) attribuent l'influence de la taille de transaction sur la performance boursière des acquéreurs à l'intervention des conseillers financiers qui orchestrent et étudient soigneusement les différentes caractéristiques et particularités des opérations de F&As.

Cependant, d'autres études, à l'instar de celles de Du et al. (2016), de Beltratti et Paladino (2013) dans le secteur bancaire et de l'étude d'André et al. (2014) ont confirmé l'influence négative de la taille de transaction sur la richesse actionnariale des opérations de F&As. Les explications apportées trouvent leurs origines dans la théorie d'agence, qui sont plus manifestées et omniprésentes dans les grandes structures. Parfois, il arrive que les dirigeants marqués par l'hubris puissent éventuellement procéder à des surpaiements des cibles, ce qui engendre par la suite une détérioration de la valeur actionnariale de l'acquéreur après l'acquisition.

4.2.2. Moyen de paiement

D'après Dutta et al. (2013), la forme du paiement est une des considérations les plus importantes à prendre en considération par les chercheurs dans la création de valeur dans les opérations de F&As. Les méthodes de paiement sont fondamentales pour la localisation des F&As (M. Dang et al., 2022), le succès de l'opération (Tanna et al., 2020) et pour la performance boursière (Kanungo, 2021).

La littérature existante montre que le mode de paiement est important pour les actionnaires et que les actionnaires des entreprises acquéreuses considèrent les offres en espèces de manière plus positive que les offres en actions. En outre, les paiements en espèces tendent à générer plus de gains que les paiements en actions. Cependant, le paiement par actions est une bonne chose également, car il n'implique aucune sortie de fonds de la part de l'entreprise et permet un suivi des actionnaires et l'atténuation du problème d'asymétrie d'information (Chen et Hennart,

2004). Toutefois, les acquéreurs doivent tenir compte de la modification de leur structure de capital.

Ces constats sont conformes à l'hypothèse du contenu informationnel (Myers et Majluf, 1984) qui précise que l'utilisation d'actions pour régler les F&Ats est interprétée par les investisseurs comme un signal de surévaluation des actions. En contraste, le recours à des liquidités est considéré comme un signe de confiance de la part de l'acquéreur dans le succès de l'opération de F&A.

Dans le cadre des F&Ats, le paiement en actions est un choix moins privilégié dans les opérations transfrontalières que dans les opérations nationales. Le risque lié au pays cible est un facteur important lorsqu'il s'agit de déterminer si l'acquéreur utilise davantage de fonds propres pour financer les opérations transfrontalières (P. Huang et al., 2016).

Dans une étude regroupant des transactions nationales et des transactions transnationales par des acquéreurs canadiens entre 1993 et 2002. Dutta et al. (2013) concluent que les transactions financées par des actions exercent une influence positive et significative sur la richesse actionnariale dans les acquisitions transfrontalières. Feng et Xie (2021) constatent l'existence d'une sous-performance des acquisitions transfrontalières chinoises financées par des paiements en espèces par rapport à celles financées par d'autres méthodes de paiement. En outre, la méthode de paiement joue un rôle modérateur important dans l'impact de l'effet de levier financier sur la performance du marché à court terme des F&Ats chinoises. Tanna et Yousef (2019) montrent également que les opérations de paiement en espèces pour les cibles cotées en Bourse contribuent à réduire le risque des acquéreurs, tandis que les paiements en actions augmentent le risque de l'acquéreur.

4.2.3. Les banques d'investissements

Plusieurs études ont essayé d'analyser l'influence des partenaires sur la performance des F&As et particulièrement quand les acquéreurs ont peu d'expérience préalable et que la transaction est caractérisée par une complexité accrue (Servaes et Zenner, 1996), marquée par la préexistence de relations solides entre la banque et l'entreprise (Chang et al., 2015). Par exemple, plusieurs travaux confirment l'influence positive et significative des banques d'investissement sur les RAs particulièrement quand l'asymétrie d'information et le risque sont très élevés (voir par exemple, Adra et al., 2023 ; Bi et Wang, 2018 ; Chuang, 2017 ; Loyeung, 2019). Dans le même sens, Agrawal et al. (2013) et Cai et Sevilir (2012) montrent que les

conseillers en investissement partagé influencent de manière significative la qualité des F&As en réduisant l'asymétrie d'information. Loyeung (2019) montre que les avantages liés à l'embauche d'un conseiller spécialisé profitent à la fois aux acquéreurs et aux entreprises cibles. Finalement, Koo (2020) relève la contribution positive du conseiller de la cible au succès du processus d'acquisition et à la performance, et l'influence négative du conseiller de l'acquéreur sur le déroulement de l'opération.

4.2.4. Les auditeurs

L'importance des DD dans la finance d'entreprise a été soulignée dans des recherches antérieures (Cumming et Zambelli, 2017). La fonction de l'auditeur sur le marché des capitaux doit être fondée sur l'examen de l'impact de la qualité de l'information financière sur les marchés des capitaux. La performance financière actuelle d'une entreprise, telle qu'elle est présentée dans ses états financiers, influence considérablement la perception qu'a le marché des flux de trésorerie nets futurs de l'entreprise et, par conséquent, sa valorisation sur le marché. À cet égard, Xie et al. (2013) ont découvert que les entreprises auditées par les Big 4 sont plus susceptibles d'être acquises. Golubov et al. (2012) ont observé que les cibles dont les auditeurs sont des Big 4 présentent une plus grande synergie et des rendements plus élevés lors de l'annonce de l'acquisition. Bi et al. (2020) voient par exemple que la nomination d'un nouvel auditeur pour la DD évite des réactions négatives du marché. You (2022) dans une étude sur les F&As des entreprises chinoises cotées en bourse entre 2011 et 2018 précise que les auditeurs partagés peuvent augmenter la valeur d'entreprise des deux côtés. Bedford et al. (2023) constatent l'existence d'une association positive (négative) entre les associés d'audit partagés et l'acquéreur (cible) et des RACs totaux dans une étude sur les prises de contrôle totales de cibles cotées à l'Australian Securities Exchange entre 1997 et 2016.

4.3. Facteurs propres au pays

L'examen de l'impact des facteurs macro-économiques sur la performance des F&As mérite une attention particulière, notamment dans le contexte institutionnel et, parfois, lors de l'évaluation des performances au sein de secteurs spécifiques, tels que celui de l'énergie. Parmi les thèmes les plus fréquemment examinés dans le cadre de l'analyse macro-économique, on retrouve la protection des investisseurs, étroitement liée à la génération de richesse sur le marché boursier et la distance culturelle.

4.3.1. Protection des investisseurs

Analysé principalement sous le courant de la Law and Finance (La Porta et al., 1998), la protection des investisseurs demeure une des considérations les plus fondamentales dans les décisions d'internationalisation des entreprises (Brada et al., 2021; Kim, 2012; E. Xie et al., 2017). Les mécanismes institutionnels de protection des investisseurs sont reconnus comme des facteurs de pays qui motivent le plus les entreprises à faire des acquisitions à l'étranger, et à créer de la valeur (Dell'Acqua et al., 2018; LaPorta et al., 1999). Par exemple, Bris et Cabolis (2008) constatent que la différence de protection des actionnaires entre le pays acquéreur et le pays cible influence positivement la création de valeur dans les F&Ats, avec des rendements RAs après l'annonce de l'opération.

Maung et al. (2019) voient que la protection des investisseurs dans le pays de l'entreprise cible conduit à des primes plus élevées et affirment que les dirigeants des entreprises acquéreuses sont prêts à payer une prime plus élevée pour acquérir des cibles étrangères dans des pays avec une haute protection des actionnaires. Gubbi et al. (2010) affirment que les entreprises acquéreuses indiennes entre 2000 et 2007 ont obtenu des rendements plus élevés lorsque les entreprises cibles provenaient de pays développés dotés d'un meilleur environnement et d'un meilleur système juridique. Liu et al. (2019) suggèrent que les entreprises chinoises obtiennent plus de rendement dans le pays grâce à une meilleure protection des investisseurs. Finalement, Bhagat et al. (2011) ont également confirmé l'influence positive de la protection des actionnaires dans une étude sur 698 cas de F&Ats.

4.3.2. Distance culturelle

Les spécialistes de la culture se sont penchés sur la manière dont les différences culturelles influent sur les résultats des F&Ats, l'intégration post-fusion, le transfert des connaissances et la création de valeur (J. Li et al., 2016). D'après plusieurs chercheurs, la distance culturelle exerce une influence négative sur la performance des F&Ats. Par exemple, Tewari et al. (2019) qui documentent l'existence d'une influence négative et statistiquement significative de la distance culturelle sur les F&Ats indiennes. Dans une autre étude mesurant l'impact de la distance culturelle nationale sur les F&Ats de 2008 à 2017, Chand et al. (2021), voient que les rendements boursiers post-acquisition sont négativement liés à la distance culturelle nationale. L'étude de Rahahleh et Wei (2013) indique que les acquisitions transfrontalières sont en moyenne associées à des effets de richesse positifs ; cependant, pour les entreprises qui commencent par des opérations présentant de grandes différences culturelles, les rendements

anormaux deviennent proches de zéro pour les opérations suivantes. Finalement, Li et al. (2016) sur des sociétés chinoises cotées en Bourse constatent que la distance culturelle est négativement liée à l'ampleur de cette création de valeur auprès des acquéreurs.

Cependant, d'autres chercheurs constatent l'influence positive de la distance culturelle sur la performance post-F&A. A commencer par le travail de Chakrabarti et al. (2009) sur 800 acquisitions transfrontalières entre 1991 et 2004 et Li et al. (2020) dans une étude sur les F&As entre 2002 et 2016 constatent que la distance institutionnelle informelle a un effet positif significatif sur les performances des entreprises en matière de fusions et acquisitions transfrontalières à court terme et un effet négatif significatif à long terme.

4.3.3. Qualité des institutions publiques

L'un des principaux thèmes de la recherche institutionnelle est que l'environnement institutionnel d'un pays influe sur le comportement stratégique des entreprises et donc sur la création de valeur (North, 1990a; W. Scott, 2008). Weitzel et Berns (2006) ont constaté que les acquéreurs étrangers ont tendance à payer moins cher les cibles situées dans des pays corrompus. Cela suggère également que les acquéreurs ont tendance à percevoir moins de synergie avec les cibles, s'attendant ainsi à une moindre création de valeur en acquérant des cibles dans ces pays. Les institutions politiques reflètent également la capacité du gouvernement à s'engager de manière crédible à rentabiliser les investissements privés (Henisz, 2000).

Plusieurs études prouvent que la bonne qualité de certaines institutions publiques améliore la performance de l'entreprise lors de la période post-fusion. Zhang et Mauck (2018) suggèrent que l'amélioration des relations politiques améliore la performance. Nguyen et al. (2020) voient que la corruption influence négativement la création de valeur auprès des actionnaires d'entreprises acquéreuses et d'entreprises cibles. Renneboog et al. (2017) soutiennent que la protection des droits de créanciers influence positivement la performance de l'entreprise. Pandey et al. (2023) concluent que le niveau de liberté économique dans le pays de la cible par rapport au pays de l'acquéreur a un impact positif sur les effets de richesse annoncés par les actionnaires de la cible et sur les primes de fusion. Levine et al. (2020) précisent que les entreprises acquéreuses bénéficient de RAs plus faibles et de gains de performance après l'opération avec des cibles situées dans des pays où la protection du travail est plus forte. Finalement, Lundqvist et al. (2019) relèvent aussi que l'environnement juridique affecte de manière significative les rendements des soumissionnaires sur les entreprises africaines.

Conclusion du premier chapitre

Les opérations pharaoniques de F&As qui se multiplient à l'échelle mondiale suggèrent un engouement marqué des gestionnaires pour ce mécanisme de croissance inorganique. Les F&As demeurent un instrument d'IDE particulièrement prisé dans le cadre des stratégies d'internationalisation, offrant des avantages significatifs en termes de coûts, de maîtrise des risques et d'acquisition de connaissances.

Le choix d'internationaliser une entreprise par le biais des F&As est une décision mûrement réfléchie, visant à améliorer les performances de l'entreprise. Toutefois, cette stratégie comporte des risques substantiels, notamment en raison de l'asymétrie d'information. Dans cette perspective, les dirigeants d'entreprises prennent en compte divers facteurs alignés sur les objectifs et la mission de l'entreprise, classifiés en deux catégories : les facteurs "pull" liés au marché d'accueil et les facteurs "push" liés au marché d'origine. Selon le paradigme OLI et la théorie des institutions, les facteurs "pull" englobent la disponibilité des ressources, l'efficacité des actifs stratégiques, le développement institutionnel, l'affinité et la distance institutionnelle. Le paradigme OLI souligne également l'importance du développement économique et institutionnel du pays d'origine à travers la trajectoire du développement institutionnel.

La création de valeur pour l'actionnaire, mesurée par la variation de la valeur de l'investissement de l'entreprise sur une période donnée, constitue un indicateur crucial influencé par les F&As. Ces opérations sont perçues comme des événements ayant un impact significatif, soit positif, soit négatif, sur la valeur actionnariale. Fama développe une méthode d'événement, utilisant un signal tel que l'annonce de l'opération de F&A, pour évaluer la réaction des actions à l'information boursière sur une fenêtre de court terme.

Au-delà de la méthode d'événement, la littérature explore également les déterminants de cette création ou destruction de valeur, classés selon leur niveau d'analyse. Le niveau macro concerne le pays, avec des déterminants tels que la qualité des institutions publiques et les différences institutionnelles informelles et formelles. Le niveau micro se concentre soit sur l'opération elle-même, soit sur les entreprises impliquées, avec des facteurs tels que la taille de l'entreprise, la durée du mandat du dirigeant, l'expérience d'acquisition et les secteurs d'activité. Pour l'opération, des éléments tels que la taille de la transaction, le mode de paiement, les banques d'investissement et les cabinets d'audit partagés sont également pris en considération.

Chapitre 2. L'activité des F&As au Maroc

Introduction au deuxième chapitre

Selon la CNUCED (2019, 2021), le Maroc se profile comme l'un des acteurs les plus dynamiques en matière d'IDE en Afrique et au sein de la région MENA. Les flux d'IDE au Maroc sont alimentés de manière significative par une série de F&As. Ce chapitre entreprend une analyse approfondie du marché des F&As au Maroc, abordant le phénomène sous des angles historiques, descriptifs et juridiques.

La première partie de ce chapitre offre un état descriptif des F&As au Maroc, en segmentant les opérations par type, géographie, secteurs d'activité et critères de cotation, qu'il s'agisse de F&Ads, de F&As sortantes ou entrantes. Cette analyse inclut également la mise en lumière des plus grandes transactions enregistrées au Maroc dans chaque catégorie de F&A, tout en soulignant l'impact de facteurs économiques et conjoncturels sur le paysage des F&As au pays.

La deuxième section se concentre sur une approche juridique des opérations de F&A, perçues comme des restructurations juridiques conditionnées par la satisfaction de trois critères : la dissolution sans liquidation de la société cible, la transmission universelle de patrimoine et l'échange d'actions et de titres. De plus, cette section explore l'influence de ces opérations sur différentes parties prenantes telles que les créanciers, les actionnaires, les CACs et les employés. Elle examine également la perspective du législateur marocain en matière de contrôle des concentrations à travers les F&As, en mettant en évidence l'application des lois anti-trust. Enfin, elle met en exergue les principaux régimes fiscaux ainsi que les impôts et taxes associés aux F&As au Maroc.

La troisième section se distingue en abordant des cas spécifiques de F&As dans le contexte juridique marocain. Ces situations, fréquemment soumises aux tribunaux de commerce, révèlent la complexité de certaines opérations de F&As qui nécessitent la convergence de multiples sources juridiques, jurisprudences et doctrines. Ces éléments doivent être soigneusement intégrés pour garantir les droits de l'ensemble des parties prenantes, notamment les actionnaires minoritaires, les actionnaires majoritaires, les obligataires, l'État et les employés. Cette section explore également les F&As entre différentes formes juridiques ainsi que les cas spécifiques des F&As réalisées dans le cadre des entreprises en difficulté.

Section 1. Caractéristiques des F&As au Maroc

Le marché des F&As au Maroc est comparativement très actif. La position géographique avantageuse du Maroc, la capitalisation significative de la BVC, l'ouverture du royaume sur le monde occidental et les pays d'ASS contribuent à renforcer la vitalité du marché des F&As au Maroc. La présence de petites et moyennes entreprises (PME) avec un capital familial, les facilités de crédit et de financement, les incitations fiscales et la souplesse administrative commencent à dynamiser les opérations de F&As.

Depuis l'obtention de son indépendance en 1956, le Maroc a pris des mesures importantes pour développer sa structure économique et améliorer l'environnement de ses entreprises. L'objectif des gouvernements marocains successifs a été d'aider les entreprises marocaines à devenir plus compétitives en se restructurant pour faire face à la concurrence mondiale, en particulier après la signature de plusieurs accords de libre-échange.

De nombreuses institutions publiques marocaines ont soutenu les F&As à commencer par l'administration fiscale marocaine sous ses textes réglementaires voir la Note circulaire n° 718 du CGI (2010) ; Note circulaire n° 721 du CGI (2013) ; Note circulaire n° 727 du CGI (2017) ; Note circulaire n° 731 du CGI (2021) et Note circulaire n° 728 du CGI (2018) jusqu'aux autorités de réglementation des changes notamment l'Office des Changes (OC) à travers l'augmentation des fonds d'investissement pour investir à l'étranger Instruction générale de l'OC (2011, 2022). Ces efforts ont permis au Maroc d'être très actif sur le marché des F&As en Afrique (K. M. Ellis et al., 2015 ; Tunyi et Ntim, 2016 ; M. Wilson et Vencatachellum, 2016). Nous commençons l'analyse du marché des F&As au Maroc par la description de l'activité des F&As, l'activité des des F&As, qu'elles soient sortantes ou entrantes.

1. Activité des F&As domestiques

L'économie marocaine est considérée comme l'une des plus puissantes d'Afrique (Mckinsey global institute, 2016). Elle s'enorgueillit d'un marché boursier robuste, d'un environnement des affaires prospères (Doing Business, 2020) et d'un dynamisme notable de ses petites et moyennes entreprises (PME) (Bentaleb et Louitri, 2011; Britel et Haj Khelifa, 2016; Ministère de l'Industrie, du Commerce et de l'Économie Verte et Numérique, 2019).

Peu d'études ont été réalisées au Maroc sur le phénomène des F&As. Parmi ces études, nous relevons celle d'Ibrahimi et Liassini (2021), Meghouar et Sbai (2013), Makayssi, Alaoui et Loulid (2021) et enfin celle de Lemrajni (2019), cette dernière a analysé le phénomène des F&As dans les administrations publiques. À l'exception de l'étude d'Ibrahimi et Liassini (2021) qui a traité le phénomène dans sa globalité, toutes les autres recherches citées ont pris la forme d'études de cas.

Selon Bureau van Dijk (2020), le marché des F&As au Maroc est le plus actif de la zone du Maghreb arabe entre 2000 et 2020. Refinitiv (2021a) fait état de 194 transactions totalisant 2947 millions de dollars¹⁷ entre 1992 et 2021. En outre, en se basant sur les données de Refinitiv, Bloomberg, Journaux d'annonces légales¹⁸ (JAL), Bulletins Officiels¹⁹ (BO), et la DGI, Ibrahimi et Liassini (2021) ont recensé 219 transactions entre 1990 et 2018.

Selon les recherches d'Ibrahimi et Liassini (2021), les F&As horizontales sont les plus répandues sur le marché national, suivies des F&A verticales puis des F&As conglomérales. En outre, les auteurs constatent également la domination du marché des F&As par les PME non cotées. Les mêmes auteurs concluent que les sociétés anonymes (SA) sont les plus actives sur le marché des F&As, suivies des sociétés par actions simplifiées (SAS) et des sociétés à responsabilité limitée (SARL). Finalement, les F&As sont opérées majoritairement par des entreprises non cotées.

La réorganisation de certaines agences bancaires de la Banque Populaire a provoqué une recrudescence des F&As dans le secteur bancaire entre 2000 et 2009. D'autre part, les acquisitions des holdings par (Al Mada, Holmarcom, KMR Holding Pédagogique, AKDITAL Holding) et des banques comme Attijariwafabank, Banque Populaire et CFG Bank ont donné un élan considérable tout au long de cette période. Les auteurs justifient l'augmentation de l'activité d'assurance par l'adoption d'un nouveau Code des assurances, d'un plan comptable en 2002, de l'assurance obligatoire et de la libéralisation totale des tarifs en 2006, de la refonte

¹⁷ A la limite des valeurs figurant sur la base de données de Refinitiv. Les valeurs de 132 opérations sur 194 n'ont pas été communiquées sur le fichier importé.

¹⁸ Le projet de F&A doit faire objet d'insertion dans le JAL (art 226 de la loi 17-95) par chacune des sociétés participant à l'opération. En cas de non approbation du projet de fusion la décision par l'assemblée des obligataires la décision est publiée au journal d'annonces légales avec l'avis de convocation de l'assemblée (art 241 de la loi 17-95).

¹⁹ Le projet de F&A doit faire objet d'insertion dans le Bulletin officiel si l'une des sociétés fait appel publiquement à l'épargne (art 226 de loi 17-95). Dans le cas de non approbation du projet de fusion par l'assemblée des obligataires, la décision est publiée au Bulletin officiel si l'entreprise fait appel publique à l'épargne (art 241 de la loi 17-95)

de la réglementation des affaires avec l'adoption du Code de commerce et des lois sur les sociétés anonymes (17-95). Le secteur d'agroalimentaire a également connu de nombreuses F&As, y compris des monopoles comme Cosumar qui a multiplié ces acquisitions en 2005²⁰ et d'autres acquisitions comme le Groupe Unimer, la Société des Brasseries du Maroc et Forafric.

Il est reconnu que les activités de F&As sont concentrées dans les industries qui contribuent le plus au PIB (Banque mondiale, 2021). Ibrahimi et Liassini (2021) font le même constat dans leur étude sur les F&As au Maroc. Selon ces auteurs, le secteur des finances (banques, holdings et assurances) se taille la part du lion dans l'activité des F&As. Les F&As sont devenues de plus en plus importantes dans le secteur financier marocain, notamment après la F&A pharaonique entre la Banque Commerciale du Maroc et WafaBank, qui a donné naissance à un mastodonte africain dont le nom est Attijariwafa Bank, une institution bancaire active dans vingt pays avec une capitalisation boursière de 106 225,50 milliers de dollars US (Reuters, 2021a). Selon Ibrahimi et Liassini (2021), l'activité des F&As a été active entre 1991 et 1999, en raison des programmes de privatisation des entreprises publiques, de la réforme bancaire de 1993 et de l'augmentation du taux de bancarisation.

Les F&As visent principalement les entreprises cibles qui opèrent dans les secteurs financier et industriel, notamment les industries alimentaires, métallurgiques et chimiques. Les cibles du secteur bancaire ont fait l'objet des F&As horizontales (Wafa Bank et Banque Commerciale du Maroc, restructuration des banques populaires) et conglomerales (exemple : l'acquisition récente de Crédit du Maroc par Holmarcom). Dans le secteur de l'industrie alimentaire, les F&As sont essentiellement horizontales, l'objectif étant de gagner des parts de marché en rachetant des concurrents et d'augmenter les parts de marché sur le marché intérieur, comme dans le cas de Cosumar, ainsi qu'en Afrique et au Maroc, comme dans le cas de Forafric. Enfin, Ibrahimi et Liassini (2021) soulignent que l'industrie de la santé a connu un essor considérable, qu'ils expliquent par l'ouverture de l'investissement dans les cliniques privées pour les non-médecins, conformément à la loi 131-13 de 2015. Ibrahimi et Liassini (2021) découvrent qu'entre 1990 et 2000, les politiques fiscales visant à stimuler la restructuration du capital sous forme de F&As, en particulier celles relatives aux exercices budgétaires 1992, 1995, 1996 et 1999, n'ont eu aucun effet sur le volume des F&As.

²⁰ Les acquisitions de « Suta », de « Sunabel », de « Surac » et de la Sucrierie Raffinerie de L'Oriental SA en 2005.

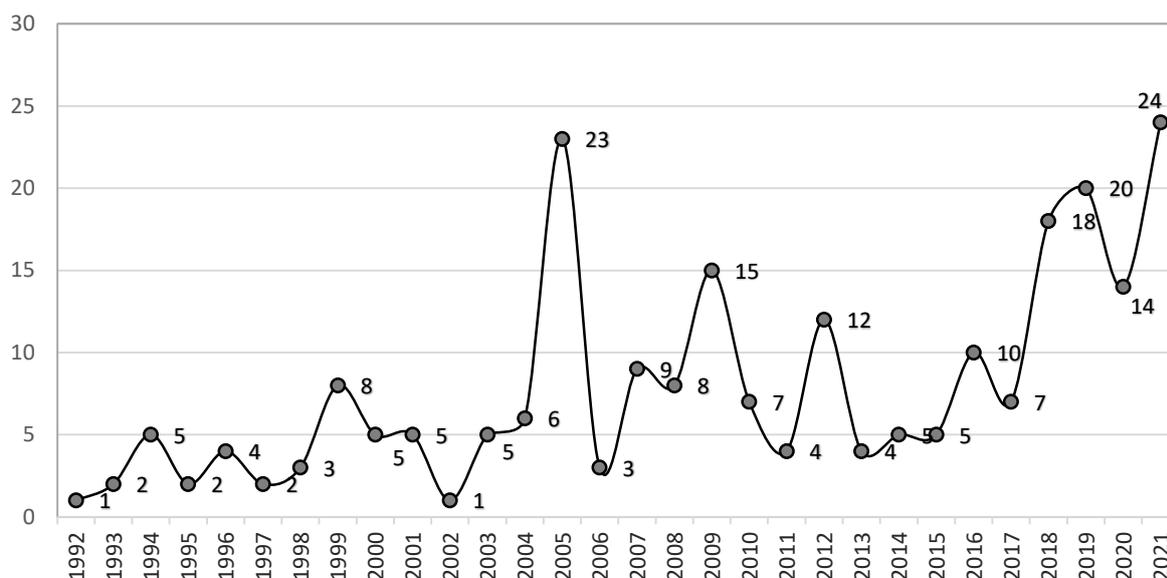
Les F&Ads sont également concentrées sur l'axe Casablanca-Rabat-Tanger, selon Ibrahimi et Liassini (2021). C'est à Casablanca que les F&Ads sont les plus nombreuses, suivies de la ville de Tanger. La concentration de Casablanca est principalement due à l'existence de différentes sociétés y ayant leur siège, ainsi qu'à la forte densité de population de la ville. Tanger est par ailleurs une plaque tournante pour les F&As, en raison de la croissance des entreprises dans les zones franches de Tanger et de la proximité de l'Europe. Ces données impliquent que les F&Ads sont un phénomène exclusif aux grandes villes.

Le Graphique 6 représente le nombre des opérations de F&As domestiques en combinant des transactions issues de deux bases de données qui sont Refinitiv, Zephyr et des données collectées auprès des JAL entre 1992 et 2021. L'objectif est de remonter le plus loin possible dans le temps sans manquer aucune transaction de F&A. Néanmoins, il est nécessaire de préciser que notre collecte d'information auprès de plusieurs institutions publiques a révélé que les premières fusions mettant en jeu des entreprises marocaines ont eu lieu en 1953 avec la fusion d'Air Atlas et d'Air Maroc et la fusion de CTM et de Lignes nationales en 1969. Nous concluons en conséquence que malgré le nombre faible des opérations de F&As au Maroc, le phénomène demeure très ancien.

D'après le Graphique 6, les années 1990 ont connu de nombreuses opérations de F&As suite aux programmes d'ajustement structurel qui visent principalement le désengagement de l'État du secteur public et à promouvoir les entreprises du secteur privé, notamment dans le secteur de l'hôtellerie. L'année 2005 était une année phare pour les F&As. Outre les acquisitions de Cosumar en 2005, d'autres entreprises ont également multiplié leurs acquisitions en 2005, comme Afriquia, Afriquia Gaz et Wafa Gestion.

En dépit du printemps arabe qui a touché le Maroc, l'activité des F&Ads n'a pas été influencée substantiellement par cet événement. L'année 2021 a connu aussi plusieurs acquisitions suite à la relance économique après la pandémie de la Covid, particulièrement dans le secteur des médias²¹ et dans le secteur de santé à travers l'acquisition de plusieurs hôpitaux et centres médicaux.

²¹ Par exemple, la Société Nationale De Radiodiffusion Et De Télévision S.A a acquis deux chaînes de télévision qui sont MEDI1TV et 2M.



Graphique 6 Activités des F&Ads au Maroc, Refinitiv, Zephyr et JAL, 2023

Le Tableau 4 ci-dessous présente les dix plus grandes opérations de F&Ads au Maroc. L'activité financière, à travers les holdings, les banques et les assurances, a connu les plus grandes transactions en valeur. Le secteur agroalimentaire, l'industrie cimentière ont également connu d'importantes acquisitions. La majorité de ces dix opérations figurant sur le tableau sont de grandes entreprises de formes juridiques SA. Finalement, l'ONA²² est la holding qui a réalisé le plus grand nombre d'acquisition.

Tableau 4 Top 10 des F&Ads sur le marché marocain, Refinitiv et Zephyr 2022

Date d'annonce	Valeurs en MUSD	Nom de la cible	Nom de l'acquéreur
19/03/2016	931,61	Holcim Maroc SA	Lafarge Ciments SA
23/08/2007	394,90	Acima et Marjane	Omnium nord-africain (ONA SA)
24/11/2003	374,35	Wafabank	Banque Commerciale du Maroc
07/12/2007	168,11	Fadesa Maroc Group	Douja Promotion Group Addoha SA
14/04/2014	148,03	Atlanta Assurances et Reassurances	Holmarcom SA
27/07/1999	101,60	Société des Brasseries du Maroc	Societe Nationale d'Investissements
20/07/2007	90,71	Hilton Rabat	Risma SA
13/06/2011	83,45	Societe de Sel de Mohammedia	Delta Holding
21/08/1996	75,01	Societe Metallurgique d'Imiter	ONA SA
18/07/2006	61,43	Société Marocaine du Thé et du Sucre	Holmarcom SA
26/01/2018	59,82	Taslif SA	Salafin STE SA
10/04/2008	55,13	Societe Marocaine des Fertilisants	Charaf Corp

²² Les activités ONA ont été apportées à la Société Nationale d'Investissement (SNI) qui est devenu par la suite Al-Mada.

2. Activité des F&As transfrontalières

Les F&As sont un mécanisme crucial de l'IDE. Les F&As et les F&Ads ne sont pas similaires en raison de l'existence d'au moins deux contextes géographiques, ce qui suscite des variations institutionnelles, culturelles, géographiques qui creusent d'office l'asymétrie d'information et multiplient les risques d'échec. Nous examinons l'activité des F&As au Maroc en deux parties. Premièrement, les F&As sortantes du Maroc, c'est-à-dire les opérations dans lesquelles l'acquéreur est une entreprise marocaine et la cible est une entreprise située à l'étranger. Deuxièmement, les F&As entrantes au Maroc, c'est-à-dire lorsque l'acquéreur est une entreprise étrangère et la cible est une entreprise résidante au Maroc.

2.1. Les F&As transfrontalières sortantes

Le Maroc est le deuxième investisseur du continent African Development Bank (2017, 2020). Les investisseurs et les gestionnaires marocains ont un potentiel considérable pour mener des activités de F&As à l'étranger et en Afrique, se classant parmi les trois pays africains les plus dynamiques sur le marché des F&As en Afrique (Ellis et al., 2015). Selon Ibrahimi et Liassini (2021), la majorité des F&As marocaines sortantes sont orientées vers les pays d'ASS. Cela peut s'expliquer principalement par l'ambition du gouvernement marocain de pénétrer le marché africain, comme en témoignent diverses législations²³, y compris la Constitution.

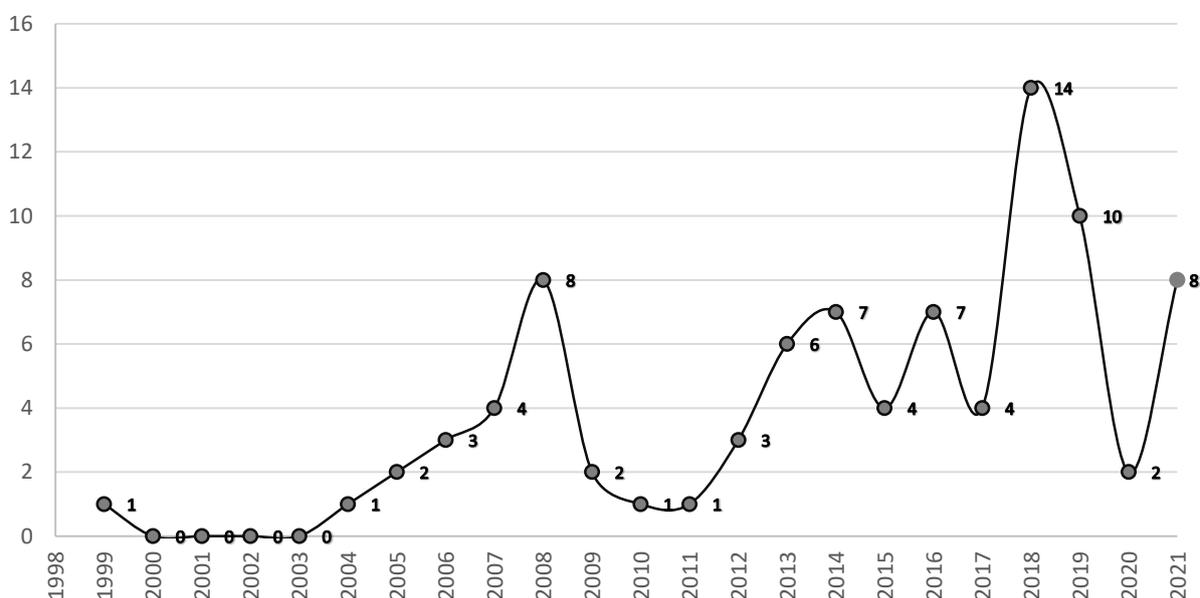
D'après Ibrahimi et Liassini (2021), la majorité des opérations de F&As sortantes du Maroc sont de nature horizontale. Les acquéreurs marocains qui réalisent le plus d'opérations de F&As sont des sociétés cotées en Bourse avec des formes juridiques de SA, car ces sociétés ont les ressources et les garanties financières nécessaires pour réaliser des acquisitions à l'étranger.

Les auteurs constatent également que les cibles des acquéreurs marocains ne sont pas cotées en Bourse et sont situées majoritairement en Afrique de l'Ouest et en Afrique de l'Est. Ces pays partagent avec le Maroc une vision politique commune, notamment sur la question politique de la souveraineté du Maroc sur le Sahara occidental. En outre, les acquéreurs marocains privilégient les pays d'Afrique d'Ouest avec qui le Maroc a conclu des accords commerciaux et d'investissement comme ceux de la nation plus favorisée, des conventions commerciales préférentielles et des accords de promotion et de protection réciproque des investissements

²³ Circulaire 1732 et circulaire n° 1/2022 de l'Office des changes.

(APPI). Toutefois, les auteurs soulignent le volume limité des transactions entre le Maroc et les pays voisins, tels que l’Algérie et la Mauritanie, en raison des luttes diplomatiques et politiques concernant le Sahara occidental. Enfin, les acquéreurs marocains dans les secteurs de la banque et de l’assurance ont réalisé le plus grand nombre de transactions en F&A. Enfin, les cibles dans la région MENA et en Europe étaient peu nombreuses.

Les flux marocains sortants des F&Ats sont principalement orientés vers l’Afrique, en particulier depuis 2000, en raison de la nouvelle politique de coopération Sud-Sud du pays (Zouiri et Bakkacha, 2019), ainsi que des fonds destinés à renforcer la position des acteurs privés marocains sur le marché africain. Les acquéreurs marocains ont privilégié les entreprises cibles d’ASS des pays membres de la Communauté des États sahélo-sahariens (CENSAD), suivis des pays membres de la Communauté économique des États de l’Afrique de l’Ouest (CEDEAO). En revanche, les F&Ats ciblant des entreprises appartenant à l’Union du Maghreb Arabe (UMA) ont été modestes. Les F&As en Afrique australe ont également été peu impressionnantes, peut-être en raison du poids des entreprises concurrentes, fondamentalement sud-africaines, et du pouvoir politique et économique de l’Afrique du Sud dans la région, étant donné que le pays est le principal investisseur africain de la région.



Graphique 7 Activité des F&Ats sortantes du Maroc, Zephyr et Refinitiv, 2022

Selon le Graphique 7, le faible nombre de transactions de F&Ats sortantes avant 2007 peut être attribué à l’appréhension des entreprises privées à se développer à l’international en raison des coûts d’internationalisation élevés. Les seules acquisitions réalisées à l’époque l’ont été par

des entreprises publiques comme Maroc Télécom « IAM » et Royal Air Maroc « RAM ». L'aventure des F&Ats sortantes, en revanche, a pris de l'ampleur avec l'expansion du géant Attijari Wafa Bank « AWB », qui a commencé à décoller en 2007. Le groupe AWB a commencé son périple africain en se concentrant sur les banques d'Afrique de l'Ouest, notamment celles des pays francophones. Cependant, à partir de 2010, d'autres institutions financières, comme la Banque Centrale Populaire, ont adopté une stratégie de croissance en ASS. Depuis 2017, l'acquisition de participations majoritaires n'est plus une spécialité ou un privilège pour les sociétés cotées en Bourse. Des entreprises non cotées en Bourse telles que Dolidol, Richbond, Retail Holding et Elephant Vert ont commencé à effectuer des acquisitions à l'étranger.

Selon la Direction des études et prévisions financières et Agence française de développement (2018), le choix des F&Ats en Afrique est l'aboutissement de plusieurs modes de croissance, à commencer par les exportations, puis les alliances et partenariats, et enfin les F&Ats en raison de la recherche de relais de croissance après la saturation des marchés nationaux. Le même rapport (2018) soutient, sur la base d'entretiens avec de nombreux investisseurs marocains, que les visites d'État du Roi du Maroc ont eu un impact positif sur les IDE sortants en Afrique.

Le Tableau 5 indique les plus grandes transactions d'acquisition internationale opérées par des entreprises marocaines. Les principaux acquéreurs opèrent dans les secteurs des télécommunications, bancaires et d'assurance. La majorité des acquisitions précisées dans le Tableau 5 ci-dessous ont ciblé le continent africain. Le groupe Attijariwafa Bank SA a effectué la transaction la plus chère de l'histoire des F&Ats sortantes du Maroc.

Tableau 5 Top 10 des F&Ats sortantes du Maroc, Refinitiv et Zephyr 2022

Date d'annonce	Montant du deal (M USD ²⁴)	Entreprise Cible	Entreprise Acquéreuse
04/10/2016	495,00	Barclays Bank Egypt SAE	Attijariwafa Bank SA
02/03/2009	334,39	Sotelma SA	Maroc Telecom SA
25/11/2008	323,79	Credit du Congo SA	Attijariwafa Bank SA
28/12/2006	289,26	Office National des Telecommunications	Maroc Telecom SA
07/06/2012	116,28	Atlantic Financial Group	Banque Centrale Populaire SA
15/05/2012	100,00	LIA Insurance SAL	Saham Finances SA
31/07/2008	94,53	Kasovi	FPOS
12/02/2007	81,83	Gabon Telecom	Maroc Telecom SA
15/02/2001	48,00	Mauritel	Maroc Telecom SA
11/01/1993	35,85	Cie Optorg	ONA

²⁴ Millions de dollars américains

2.2. Les F&As transfrontalières entrantes

Étant donné que les F&As restent une composante importante des IDE, Ibrahimi et Liassini (2021) attribuent le volume élevé d'acquisitions étrangères entrantes au Maroc entre 1990 et 1999 à la période de privatisation et au programme d'ajustement structurel, à la Charte des investissements, à la réforme du code marocain des investissements et, enfin, à l'assouplissement des restrictions sur le rapatriement des fonds à l'étranger (Haddad et Harrison, 1993).

Selon les statistiques d'Ibrahimi et Liassini (2021), la plupart des acquéreurs étrangers proviennent de l'Union européenne, plus précisément de la France et de l'Espagne, les deux ex-puissances coloniales du Maroc et les plus importants partenaires économiques et commerciaux du pays. Cependant, depuis 2010, le Maroc commence à attirer des investisseurs en provenance de pays autres que l'Espagne et la France comme ceux de la région MENA ou bien du Royaume-Uni.

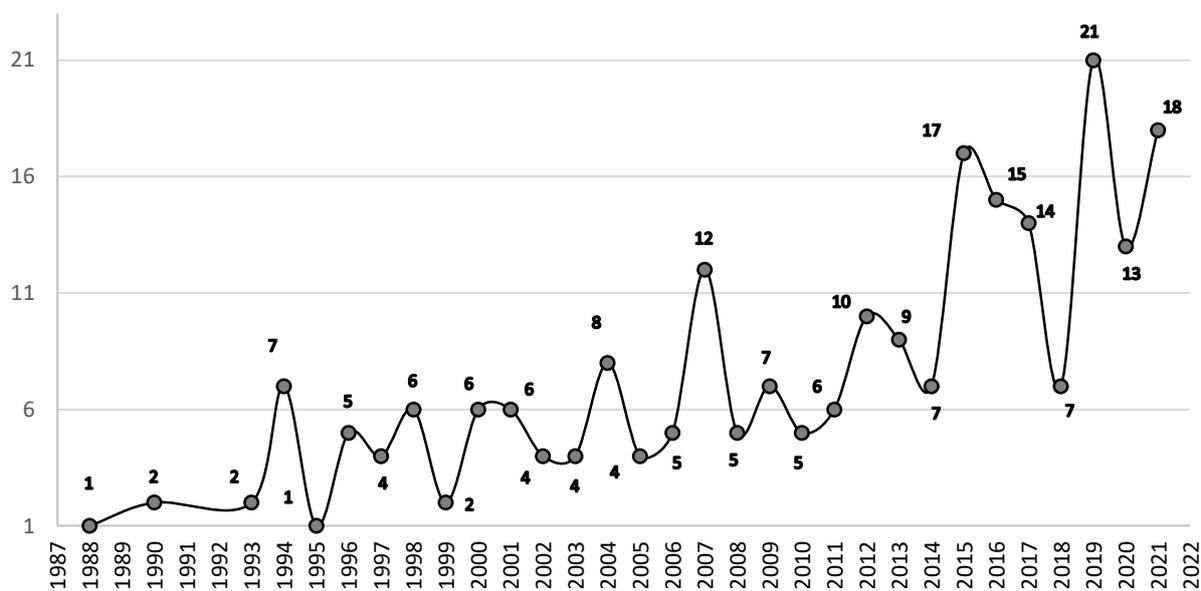
Ibrahimi et Liassini (2021) affirment également qu'entre 2000 et 2009, les réformes du Maroc - en particulier la signature de plusieurs accords de libre-échange, l'octroi d'un statut avancé avec l'Union européenne et les réformes politiques et économiques - ont contribué à une augmentation de l'activité de F&A entrante. Enfin, le Maroc a pu se positionner en tête de liste des pays d'Afrique du Nord ayant reçu le plus de transactions de F&A grâce à l'excellente gestion du gouvernement du Palais royal du Printemps arabe de 2010, qui a fait du Maroc l'exception dans la région d'Afrique du Nord où plusieurs gouvernements d'Afrique du Nord ont chuté. Deuxièmement, les acquéreurs du Moyen-Orient ont par ailleurs effectué un nombre important d'acquisitions, particulièrement celles en provenance des Émirats arabes unis, un allié de longue date du Maroc et un des principaux investisseurs des pays du Golfe. Cependant, les acquéreurs en provenance de l'UMA sont les plus minoritaires dans les groupes régionaux auxquels appartient le Maroc.

Ibrahimi et Liassini (2021) justifient l'absence d'opération de F&As en provenance des pays frontaliers du Maroc, comme l'Algérie et la Mauritanie, par l'existence de conflits politiques avec l'Algérie sur la question de la souveraineté du Maroc sur le Sahara occidental et par ailleurs la faiblesse de l'économie et des entreprises mauritaniennes.

Selon les mêmes auteurs (2021), la majorité des acquéreurs étrangers sont des entreprises cotées en Bourse depuis 2010. Les cibles marocaines préférées des acquéreurs étrangers, en

revanche, ne sont pas cotées et ont des formes juridiques telles que SA ou SAS. Finalement, la majorité des F&As sont d'intégration horizontale.

Le Graphique 8 illustre l'activité des F&As entrantes depuis 1987 d'après Refinitiv (2021). On observe que l'activité des F&As a augmenté de manière significative après l'intronisation du nouveau roi du Maroc, qui a libéralisé et modernisé l'économie marocaine en s'ouvrant à une plus grande variété de partenaires (Rivlin, 2012). Selon Ibrahimi et Liassini (2021), les acquéreurs internationaux sont majoritairement des sociétés de placement financier et dans le secteur des services. En outre, les acquéreurs étrangers privilégient des cibles marocaines et dans le secteur des prestations de services et dans le secteur du pétrole et du gaz. Ceci est probablement lié à l'importance du secteur des services dans l'économie marocaine (Direction des Études et des Prévisions Financières, 2019; Haut-commissariat au plan, 2005).



Graphique 8 Activité des F&As entrantes au Maroc, Zephyr et Refinitiv, 2022

Plusieurs facteurs ont encouragé les investissements dans les F&As notamment l'ouverture du Maroc sur les capitaux étrangers et les incitations fiscales. Dans le cadre des F&As, plusieurs lois ont contribué à l'encouragement des F&As entrantes, par exemple l'instauration d'un régime fiscal transitoire qui procure plusieurs avantages fiscaux. Ce régime transitoire sera prolongé à une reprise puis adopté de façon permanente (voir p. 112).

Le Tableau 6 présente les plus importantes transactions de F&As. On constate que les acquisitions les plus importantes ont visé de nombreux secteurs, notamment les

télécommunications et l'industrie sous ses diverses formes : alimentation, mines, produits chimiques et papier. La plupart de ces entreprises sont de grandes structures.

Tableau 6 Top 10 des F&Ats entrantes au Maroc, Refinitiv.

Date d'annonce	Montant du deal (M USD)	Entreprise Cible	Entreprise Acquéreuse
05/11/2013	5 658,85	Maroc Telecom SA	Emirates Telecommunications
02/06/2003	1 550,80	Regie des Tabacs	Altadis SA
18/11/2004	1 455,71	Maroc Telecom SA	Vivendi Universal SA
08/03/2018	1 050,00	Saham Finances SA	Sanlam Emerging Markets
27/06/2012	685,87	Centrale Laitiere SA	Danone SA
06/02/2007	490,00	ABB Ltd-Jorf Lasfar Energy Project	Abu Dhabi National Energy Co
15/05/1997	372,52	Societe Marocaine de L'Industrie du Raffinage	Corral Petroleum Holdings AB
17/06/2016	268,31	Zurich Assurances Maroc SA	Allianz SE
19/01/2017	190,40	Oil & Gas Investment Fund SAS-Eastern Morocco assets	Sound Energy PLC
16/09/2005	120,00	Compagnie Marocaine des Cartons et des Papiers	International Paper Co

D'après Bloomberg (2013) et Reuters (2013), l'acquisition de Maroc Telecom par Emirates Telecommunications a été la plus grande acquisition d'un opérateur téléphonique au Moyen-Orient après l'acquisition d'une participation de 53 % des actions de Vivendi. L'entreprise franco-espagnole Altadis dont les actions sont cotées à Paris et à Madrid, a également effectué la plus grande acquisition de monopole public dans l'histoire du Maroc (Le monde, 2003). Cependant, l'une des récentes transactions « mega-deal » qui a fait couler beaucoup d'encre dans les médias marocains est celle du groupe Saham Finances SA par Sanlam Emerging Markets. Cette acquisition a bénéficié d'une mesure fiscale d'exonération des droits d'enregistrement qui a fait perdre à l'État 360 millions de dirhams marocains et que l'acquéreur a économisé.

En conclusion, cette analyse descriptive du marché des F&Ats révèle que dans le cadre des F&Ats sortantes, les acquéreurs marocains sont attirés par des cibles situées en ASS, particulièrement en Afrique de l'Ouest. Toutefois, les acquéreurs étrangers en provenance d'Europe sont depuis les années 90 attirés par le Maroc. Récemment, les acquéreurs en provenance de la région MENA et du continent américain commencent à opérer d'importantes opérations de F&Ats.

Section 2. Les F&As à l'épreuve du droit de sociétés du droit de la concurrence et du droit fiscal

Les F&As sont perçues comme une discipline juridique par excellence. Pour de nombreux experts et praticiens, ils sont un véritable champ de bataille juridique. Elles ont une influence juridique significative sur les actionnaires, en particulier les minoritaires, les employés, les recettes publiques et l'avenir de la concurrence et de la concentration. Au Maroc, les textes juridiques et la jurisprudence ont souligné les dangers potentiels des F&A (par exemple, la violation des droits des actionnaires, le renforcement des monopoles dans des secteurs spécifiques, l'atteinte au pouvoir d'achat des consommateurs et l'atteinte à la concurrence légitime et le préjudice causé aux créanciers et aux autorités fiscales).

Les opérations de F&As sont définies comme des transformations juridiques en droit des sociétés et sont couvertes par une série de dispositions régies par un ensemble d'articles allant de l'article 222 à l'article 242 de la loi sur les sociétés anonymes (ci-après loi 17-95). Les opérations de F&As sont également perçues comme des concentrations au regard du droit de la concurrence et sont principalement régies par un arsenal d'articles, de l'article 11 à l'article 22 de la législation sur les prix et la concurrence (ci-après loi 104-12).

1. Généralités sur les F&As en droit de société

Conformément à la loi 17-95, les dispositions régissant les opérations de F&As sont divisées en deux parties. Une partie comprend des dispositions générales (articles 222 à 229 de la loi 17-95) et une autre partie relative aux exigences propres à la société anonyme (articles 230 à 242 de la loi 17-95). Bien qu'une opération de F&A puisse impliquer une structure juridique différente, les exigences de la SA ne s'appliquent pas, à l'exception des articles 233, 234 et 235.

Le législateur marocain (art. 222 et 224, loi 17-95) définit les F&As comme l'absorption d'une entreprise par une autre, entraînant la dissolution de la société absorbée sans liquidation. La note circulaire n° 721 du CGI (2013) définit les F&As comme étant la fusion de deux ou plusieurs sociétés en une seule entité, qui peut se faire de deux manières : la première manière consiste en la constitution d'une nouvelle société pour absorber deux ou plusieurs sociétés existantes, la seconde manière consiste en l'absorption d'une société existante par une ou plusieurs nouvelles sociétés. Dans les F&As, l'entreprise absorbante récupère d'abord tous les

actifs et passifs de la cible avant d'augmenter son capital pour rémunérer les actionnaires de l'entreprise absorbée en leur émettant des actions de la société acquéreuse.

1.1. Caractéristiques juridiques des F&As au Maroc

Le législateur marocain définit trois caractéristiques des opérations de F&As. Premièrement, la dissolution de l'une au moins des sociétés concernées sans liquidation. Deuxièmement, la transmission universelle du patrimoine de la société dissoute. Finalement, l'acquisition du titre de nouveaux associés de la société absorbante par les anciens associés de la société absorbée.

1.1.1. La dissolution sans liquidation de la société disparue

Cette caractéristique est mentionnée dans deux articles qui sont (art 224, loi 17-95) et (art 18, loi 5-96²⁵). En revanche, les entreprises fusionnées ne sont pas tenues de désigner un liquidateur (H. Cherkaoui, 2016 ; El Mernissi, 2019 ; Rhalib, 2020a). Cette caractéristique est valable pour deux cas de figure. Dans le cas de la fusion-réunion (Fusion), les deux entreprises fusionnées sont dissoutes pour la création d'une nouvelle société à leur place. Dans le cas de la fusion d'absorption (Acquisition), la dissolution se limite à l'entreprise absorbée, tandis que l'absorbante connaît une augmentation de son capital.

1.1.2. La transmission universelle du patrimoine

La transmission universelle du patrimoine concerne le passif et les actifs. Le critère universel vise à ne pas appliquer des règles nécessaires au transfert de chacun des éléments d'actif et du passif qui caractérisent l'opération (Chatain-Autajon et Mousseron, 2011, p. 311 ; H. Cherkaoui, 2016 ; El Mernissi, 2019 ; Rhalib, 2020a). La transmission universelle du patrimoine à la société bénéficiaire doit se faire « à l'état où elle se trouve et à la date de réalisation définitive de l'opération » (art 224, loi 17-95).

1.1.3. L'échange des actions et des titres

Dans le cadre d'une fusion d'absorption, l'échange des actions est caractérisé par l'obtention du titre de nouveaux associés dans la société absorbante par les anciens associés de la société absorbée (H. Cherkaoui, 2016 ; El Mernissi, 2019 ; Rhalib, 2020a). Dans le cas de fusion par création de nouvelles sociétés, la transmission universelle du patrimoine est réalisée par

²⁵ Loi n° 5-96 sur la société en nom collectif, la société en commandite simple, la société en commandite par actions, la société à responsabilité limitée et la société en participation, promulguée par le dahir n°1-97-49 du 13 février 1997.

l'attribution des actions ou des parts sociales. L'opération de fusion se réalise seulement si l'apport net²⁶ est rémunéré par des droits sociaux.

1.2. Les effets et les droits des parties dans les F&As au Maroc

Selon (l'art 225, loi 17-95), les F&As prennent effet « à la date d'immatriculation au registre du commerce de la nouvelle société ». Toutefois, à moins que « le contrat ne prévoie une autre date qui ne doit pas être postérieure à la date de clôture de l'exercice en cours de la ou des sociétés bénéficiaires ni antérieure à la date de clôture du dernier exercice clos de la ou des sociétés transférant leurs actifs et passifs », la date d'effet est fixée à la date de la dernière assemblée générale approuvant l'opération de la F&A (art 225, loi 17-95).

Les F&As ont une influence juridique sur certaines parties prenantes, à savoir les créanciers ordinaires, les créanciers obligataires, les salariés, les commissaires aux comptes (CAC), les dirigeants et finalement les associés.

1.2.1. Effets sur les créanciers ordinaires et créanciers obligataires

Pour les créanciers ordinaires, la disposition (l'art 239, loi 17-95) stipule qu'il ne doit pas y'avoir de changement, la société absorbante est redevable aux créanciers de la société absorbée. Les dettes supportées par l'entreprise acquéreuse sont l'ensemble des dettes existantes²⁷ jusqu'au jour de la fusion. Toutefois, les dettes fondées sur "l'intuitu personae" du contractant, les dettes résultant de sanctions pénales commises par la société absorbée et les contrats exclus conventionnellement, tels que les contrats administratifs et les contrats de prêt bancaire, sont des dettes intransmissibles (El Mernissi, 2019, p. 955). Les créanciers ordinaires non obligataires ont le droit de s'opposer à l'opération de F&A si leurs créances sont antérieures à la publicité donnée au projet de F&A. Cette opposition ne suspend pas la poursuite de l'opération de F&A mais devrait être faite « dans le délai de (30) trente jours de la dernière insertion dans JAL ou au BO auprès du tribunal de commerce du siège social de la société débitrice » (art 239, loi 17-95).

Les créanciers obligataires doivent vérifier le projet de fusion dans leur assemblée spéciale conformément à (art 241, loi 17-95). Si la fusion proposée n'est pas approuvée par l'assemblée spéciale des obligataires faute de quorum, la décision doit être publiée dans le JAL, avec

²⁶ Après déduction du passif assumé par la société bénéficiaire.

²⁷ Les dettes existantes chez l'absorbée comprennent également les dettes futures et les engagements de caution ou de sous-caution souscrits par la société absorbée avant la fusion.

l'insertion de la convocation à l'assemblée ou au BO si la société absorbée fait un appel public à l'épargne. Si les détenteurs d'obligations ne soutiennent pas la fusion et que leur décision est annulée, ils devront exiger le remboursement de leurs titres à première demande. Le projet de fusion n'est pas soumis à l'assemblée spéciale des obligataires de la société absorbante, sauf que l'assemblée générale ordinaire des obligataires peut autoriser les représentants de la masse à faire opposition (art 238, loi 17-95).

1.2.2. Effets sur les employés

Le Code du travail marocain a mis en exergue l'avenir et le droit des salariés qui travaillent pour les entreprises désirant fusionner. Dans ce sens, l'article 19 du Code de travail marocain stipule que tous les contrats de travail dans les opérations de F&A subsistent entre les employés et le nouvel employeur au jour de la modification juridique. Le nouvel employeur accepte de s'acquitter de toutes les responsabilités de l'ancienne entreprise absorbée, y compris les salaires, les indemnités de licenciement et les congés payés. À cet égard, la loi marocaine oblige l'entreprise acquéreuse à respecter les obligations découlant du contrat de travail de l'entreprise absorbée. Toutefois, cette protection ne s'applique pas lorsque l'entreprise cible est en difficulté.

1.2.3. Effets sur les commissaires aux comptes

Les fonctions des CAC cessent avec la cessation des activités de l'entreprise absorbée, alors que les fonctions de l'entreprise absorbante sont maintenues. Le CAC de l'entreprise absorbée ne peut jamais contester la régularité de la F&A. Le choix du CAC dans le cas d'une fusion-création est déterminé par la forme de l'entreprise nouvellement créée. En ce qui concerne la société acquéreuse, il n'y a pas de changement dans le statut du CAC, qui continue à exercer ses responsabilités jusqu'à la fin de sa mission, sauf s'il est soumis à une clause d'incompatibilité suite à la fusion (El Mernissi, 2019).

1.2.4. Effets sur les dirigeants

L'effet sur les dirigeants de l'entreprise absorbée est a priori lié à la perte de rôle des dirigeants de l'entreprise absorbée lors de la dissolution de leur entreprise. Pour permettre aux dirigeants de retrouver leurs fonctions antérieures au sein de la société absorbante, le législateur autorise une augmentation du nombre d'administrateurs ou de membres du conseil de surveillance entre 24 et 27 si l'une des sociétés fait appel public à l'épargne, et jusqu'à 30 si les deux sociétés font appel public à l'épargne. Cette augmentation ne peut toutefois pas être

maintenue et aucun nouvel administrateur ne peut être nommé, ni aucun administrateur décédé, révoqué ou démissionnaire ne peut être remplacé, jusqu'à ce que le nombre d'administrateurs soit ramené à 12, ou 15 si la société acquéreuse est cotée en bourse (art 39 et 83, loi 17-95).

1.2.5. Effets sur les associés

Les F&As ont une influence sur les associés ou actionnaires de l'entreprise absorbée, qui deviennent de facto associés ou actionnaires de la société absorbante. À cet égard, les actions transférées aux nouveaux propriétaires (actionnaires de l'entreprise absorbée) ne doivent être inscrites que pendant les deux années suivantes. Ce critère n'est pas applicable aux actions de sociétés cotées en bourse (art. 248, loi 17-95). La qualité d'actionnaire est également acquise dans le cas d'une F&A triangulaire²⁸, c'est-à-dire que les actions de la société mère peuvent être attribuées aux actionnaires de la société absorbée. S'il existe une « convention d'agrément²⁹ » dans les statuts de la société absorbante, celle-ci devient caduque en cas de F&A, de sorte que les actionnaires de la société absorbée deviennent automatiquement actionnaires de la société absorbante. Si les actionnaires de la société absorbée possèdent des actions à droit de vote double, ces actions conservent leur droit de vote dans la société absorbante, pour autant que les statuts le permettent (art. 258, loi 17-95).

1.3. Calendrier juridique des opérations de F&As

Les opérations de F&A sont des montages juridiques, régis par un agenda réglementaire défini par des lois générales et particulières. Toute opération de F&A, qu'elle soit nationale ou transfrontalière, doit respecter un calendrier établi par la législation marocaine. Ce calendrier est traditionnellement composé de cinq phases citées ci-dessous.

1.3.1. Avant la prise de décision

Pour commencer, chaque entreprise intéressée par une F&A doit rédiger un projet de fusion, également connu sous le nom de "traité de fusion". Ce document doit être transmis aux CAC. Le traité de fusion est rédigé par les entreprises engagées dans l'opération au sein du conseil d'administration, du directoire ou du comité de direction. Il doit aussi contenir les informations requises par (l'art 227, loi 17-95). D'après (art 226, 17-95), le dépôt du projet de fusion devrait être fait au greffe du tribunal du lieu du siège des sociétés inscrites dans le projet de F&A et

²⁸ Société absorbante est filiale d'une société mère.

²⁹ Clause qui prévoit que les actionnaires doivent donner leur accord à toute cession de parts sociales ou d'actions.

doit être inséré sous forme d'avis dans un JAL par les sociétés participantes à l'opération et au BO si une au moins des sociétés fait appel public à l'épargne. Cet avis contient des indications énumérées à (art 227, loi 17-95). En vertu de (art 229, 17-95), le dépôt et la publicité devraient être faits au moins trente (30) jours avant la date de la première assemblée générale appelée à décider sur l'opération de F&A.

Deuxièmement, le projet de F&A doit-être communiqué par le conseil d'administration ou le directoire des entreprises participantes aux CAC quarante-cinq (45) jours avant la tenue de l'assemblée statuant sur l'opération de F&A conformément à (art 233, loi 17-95). Le projet de fusion devrait être remis en outre dans un délai de trente (30) jours au moins aux actionnaires avant l'assemblée qui se prononcera conformément à (art 234, loi 17-95).

Si une ou plusieurs entreprises n'ont pas la forme juridique d'une société anonyme et n'ont donc pas de CAC, elles doivent choisir un expert parmi les experts-comptables inscrits à l'Ordre des experts-comptables. Cet expert exercera la fonction de CAC dans les conditions prévues par (art 226 bis³⁰, loi 17-95). Le CAC doit s'assurer de la pertinence de la valeur attribuée aux actions des sociétés impliquées dans la F&A, ainsi que de l'équité du rapport d'échange, de l'égalité entre le montant de l'actif net apporté par les sociétés absorbées et l'augmentation de capital de la société absorbante ou le capital de la société nouvellement constituée, et enfin de l'évaluation des apports en nature. Les méthodes utilisées pour calculer le rapport d'échange, leur application au cas d'espèce et les difficultés rencontrées lors de l'évaluation doivent être décrites par le CAC. Si une ou plusieurs sociétés font appel public à l'épargne, le rapport du CAC doit être remis à l'AMMC conformément à (art 234, loi 17-95).

Les associés décident de procéder à la fusion après avoir été informés par le conseil d'administration ou le directoire, ainsi que par le CAC. Toutefois, si l'une des entreprises fait appel public à l'épargne, l'AMMC doit inéluctablement l'approuver par la validation et la publication d'un document d'information (loi 44-12).

1.3.2. Prise de décision dans les F&As

Si l'opération est une fusion-absorption, le conseil d'administration et le directoire doivent fournir un rapport d'information aux actionnaires conformément à (art 232, loi 17-95). Ce rapport d'information explique les raisons pour lesquelles les méthodes d'évaluation ont été

³⁰ Inséré par l'article 2 de la loi 78-12.

employées, la difficulté de déterminer la parité d'échange et éventuellement l'existence de tout conflit d'intérêt entre les administrateurs et les sociétés participant aux activités de fusion-absorption.

La législation marocaine (art. 234, loi 17-95) permet à tous les types d'actionnaires, qu'ils soient majoritaires ou minoritaires, d'obtenir une copie des documents autres que le rapport du conseil d'administration, qui doit leur être accessible trente (30) jours avant l'assemblée au siège social. Lorsque la société absorbée est une filiale à 100 % de la société absorbante, ou lorsque la fusion a lieu entre deux filiales dont les actions sont détenues à 100 % par la même société mère, il n'est pas nécessaire d'établir un rapport du conseil d'administration ou du directoire, ni du CAC, et la fusion n'a pas à être approuvée par les assemblées générales extraordinaires des sociétés absorbées.

1.3.3. Jour de l'assemblée générale pour les opérations de F&As

Chacune des sociétés participant à la fusion doit tenir son assemblée générale extraordinaire selon les critères de quorum et de majorité établis par la loi ou les statuts pour convenir de l'opération de fusion (art 231, loi 17-95). Toutefois, sauf accord unanime de leur part, la fusion n'a pas pour effet de modifier la répartition des droits des associés ou d'augmenter leurs engagements (art 223, loi 17-95). L'assemblée générale extraordinaire décide de l'opération sur la base des rapports du conseil d'administration et du CAC. Si le projet de fusion est modifié, rejeté ou amendé, l'ensemble de l'opération est remis en cause jusqu'à ce qu'elle soit autorisée dans des termes similaires par les assemblées générales des entreprises participantes (El Mernissi, 2019, p. 945).

1.3.4. Assemblées spéciales

Des assemblées spéciales sont organisées pour les actionnaires qui possèdent des actions à droit de vote double et des actions à dividende prioritaire sans droit de vote. D'après (art 231, loi 17-95), ces assemblées doivent être ratifiées par chacune des entreprises impliquées dans la fusion. Une assemblée spéciale des obligataires sera également tenue pour évaluer la fusion proposée, à moins que les obligataires n'aient la possibilité de racheter leurs actions sur simple demande voir (art 236, loi 17-95). La faculté de rachat est publiée au BO ainsi que dans deux JAL avec un délai d'inter publication de dix (10) jours au moins (art. 236, loi 17-95).

1.3.5. Prise de décision dans les fusions par création d'une société nouvelle

L'approbation du projet de F&A est prononcée dans les assemblées générales des deux sociétés qui disparaîtront après avoir consulté le projet de fusion en premier lieu, le rapport du CAC, commissaire aux apports, en deuxième lieu et finalement la consultation du projet de statuts de la nouvelle société créée. Le législateur marocain, en vertu de (art 223, loi 17-95), stipule que la nouvelle société est constituée selon les règles propres à la forme de la société adoptée.

1.4. Méthodes d'évaluation dans les F&As

Pour établir la valeur unitaire de chaque titre, la valeur totale des actifs des deux entreprises participantes, qui repose sur le critère de valorisation, est divisée par le nombre d'actions constituant le capital. Cette valeur théorique, appelée « parité d'échange », est susceptible d'être révisée à plusieurs reprises pour aboutir à un ratio final en fonction de nombreux facteurs. La parité d'échange détermine le nombre de titres à émettre par la société absorbante au profit des actionnaires de la société absorbée. Ces actions émises seront échangées contre les actions de la société qui disparaît et qui peut le cas échéant se faire avec une soultte en espèces.

La législation marocaine n'impose et ne préconise aucune approche d'évaluation particulière. Néanmoins, (l'art 233, loi 17-95) stipule que les CAC vérifient que « la valeur relative attribuée aux actions des sociétés participant à l'opération est pertinente et que le rapport d'échange est équitable » et que le rapport du ou des CAC « indique la ou les méthodes suivies pour la détermination du rapport d'échange proposé ». Les méthodes adoptées dans le calcul de la parité de change dépendent de la cotation en bourse des sociétés, des secteurs d'activité, de la nature des postes comptables et des engagements hors bilan. Pour évaluer la valeur réelle des entreprises engagées dans une opération de F&A, la date de clôture de l'année précédente est utilisée comme point de départ des évaluations (El Mernissi, 2019). Le Tableau 7 présente les différentes méthodes d'évaluation et les parités de change adoptées dans les opérations de F&As impliquant au moins une entreprise marocaine cotée.

Tableau 7 Méthodes d'évaluation et parité d'échange des F&Ads, AMMC 2022

Date	Opération	Parité d'échange	Méthode d'évaluation adoptée
31/12/2018	Fusion absorption de TASLIF par SALAFIN	1 action SALAFIN pour 39 actions TASLIF	Pour les deux entreprises (5 méthodes) : Cout moyen pondéré, multiples boursiers de sociétés comparables, multiples transactionnels de sociétés comparables, méthode d'actualisation des flux de trésorerie futurs, l'actif net réévalué.
30/12/2016	Fusion-absorption de LAFARGE CEMENTOS par LAFARGEHOLCIM MAROC	76,7 actions LafargeHolcim Maroc pour 1 action Lafarge Cementos	Pour les deux entreprises (6 méthodes) : Les références transactionnelles, les cours boursiers, l'actualisation des flux de trésorerie futurs, les multiples boursiers de sociétés comparables, les multiples transactionnels de sociétés comparables, actualisation des dividendes futurs et l'actif net réévalué
31/12/2016	Fusion-absorption de SUCRAFOR PAR COSUMAR	1,40 action Cosumar pour 1 action Sucrafor	Pour les deux entreprises : Les cours boursiers, l'actualisation des flux de trésorerie futurs, les multiples boursiers de sociétés comparables, les multiples transactionnels de sociétés comparables, l'actualisation des dividendes futurs, l'actif net réévalué.
10/06/2014	Fusion-absorption des BRASSERIES DU NORD MAROCAIN par Brasserie du Maroc	9 actions de Société des BM pour 11 actions de (Branoma)	Pour Branoma: La méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles prévisionnels, la méthode des multiples boursiers. Pour la société des brasseries du Maroc : La méthode de la moyenne des cours boursiers utilisée.
30/06/2014	Fusion-absorption de BMCI CREDIT CONSO par BMCI	4 actions de BMCI CREDIT CONSO pour 1 action BMCI	Méthode d'évaluation de BMCI : Actualisation des dividendes disponibles, méthode des multiples boursiers, analyse du cours boursier. Méthode d'évaluation de BMCI Crédit Conso : Actualisation des dividendes disponibles, multiples boursiers.

2. Les F&As au Maroc et la loi sur la concentration

Le libéralisme et la concurrence demeurent les principales composantes des économies capitalistes. Dans ce sens, l'État doit intervenir en garantissant le respect des règles pour assurer le bon fonctionnement économique et protéger ses citoyens qui sont les consommateurs des entreprises dans ces économies du marché. L'État veille au fonctionnement du marché à travers plusieurs lois, notamment celle relative à la lutte contre la concentration.

D'après Rhalib (2020 b, p. 151) les analyses de marché en matière de contrôle des concentrations ont un caractère prospectif, mais en matière de pratiques anticoncurrentielles, elles décrivent la situation actuelle du marché. Les premières interventions de l'État pour l'adoption des politiques de concurrence remontent à 1889 au Canada et à 1890 aux États-Unis à travers le Sherman Act pour la lutte contre la concentration, spécifiquement dans les cas des F&As. C'est en Seconde Guerre mondiale que ces politiques se répandent véritablement dans les pays industrialisés.

Les pratiques de lutte contre les concentrations s'inscrivent dans une optique d'anticipation économique afin de pallier la création de regroupements, de puissances économiques qui pourront éventuellement affaiblir le jeu normal de la concurrence sur le marché (El Bazzim, 2019). Dans cette perspective, les F&As sont reconnues comme les formes les plus répandues de concentration (Idot, 2002). Depuis longtemps, plusieurs chercheurs comme Ellert (1976) et Stillman (1983) soutiennent que les fusions impliquant de grandes entreprises sont motivées par des considérations de pouvoir de monopole et particulièrement les fusions horizontales qui manipulent les prix des produits et augmentent le pouvoir du marché.

Les F&As horizontales ont été reconnues déclencheur de plusieurs lois antitrust, à l'instar de la loi Clayton et l'amendement de la section 7 de cette loi pour rendre la loi applicable à tous les types de F&As non seulement les horizontales (Turner, 1965). La loi Clayton, a marqué l'arrêt de la 1^{ère} vague en 1904 des F&A dites vagues des monopoles et le début de la 2^e vague entre 1916 et 1929. Enfin, la loi Hart — Scott — Rodino de 1976 incitait les parties à des fusions qui dépassent certains seuils de taille à informer le ministère de la Justice et la Federal Trade Commission de leur intention de fusionner.

Au Maroc, le Conseil de concurrence n'a été opérationnel qu'en août 2008, en dépit de l'existence de la loi sur les prix et la concurrence depuis 2001. Sauf que l'existence effective

du conseil ne s'est faite qu'en 2009, avec l'installation de ses membres et l'aval du Premier ministre étaient inéluctables pour le suivi, les avis du conseil étaient uniquement consultatifs (14 de la loi n° 06-99). Le conseil de concurrence manquait d'une compétence d'autosaisine, et en l'occurrence caractérisée par l'absence du pouvoir discrétionnaire (Bouayad, 2014).

Dans le but de rapprocher la loi de concurrence des réglementations européennes et d'accompagner l'évolution des lois de la concurrence au niveau mondial. El Bazzim (2019) voit que le Maroc a instauré un nouveau dispositif législatif par le biais de deux lois, la loi n° 20-13 relative au Conseil de la concurrence et la loi n° 104-12 relative à la liberté des prix et de la concurrence. À travers ces deux lois, le Conseil a pris la forme juridique d'une instance de régulation indépendante ayant un pouvoir décisionnel pour lutter contre les pratiques anticoncurrentielles et contrôler les opérations de concentration économique.

Le Conseil de concurrence au Maroc, a été constitutionnalisé en 2011 pour finalement s'associer aux pouvoirs publics, afin d'exercer une fonction répressive quant aux pratiques qui influencent le libre jeu du marché (El Bazzim, 2016). D'après Bouayad (2014), Conseil de concurrence (2020) et El Bazzim (2019), la moitié des décisions rendues par le Conseil de concurrence sont relatives aux concentrations économiques. L'apport de loi qui nous serait utile dans cette thèse est celui relatif à la loi 104-12, notamment dans la définition de la concentration, l'ajout des variables de chiffre d'affaires et de parts de marché pour la détermination du seuil de contrôlabilité des concentrations.

2.1. Réglementation

La loi marocaine considère les F&As comme des actions de concentration. Toutefois, étant donné qu'il s'agit d'un exercice de restructuration interne, l'acquisition d'une filiale à 100 % par une société holding n'est pas considérée comme une concentration. En droit de la concurrence, le contrôle se fonde généralement sur une influence décisive sur les actions d'une entreprise, telle que des droits de propriété ou d'utilisation sur tout ou partie des actifs d'une entreprise. Le contrôle se fonde également sur des droits ou des contrats qui lui confèrent un avantage significatif dans les débats ou les décisions des organisations d'entreprises.

Si l'un au moins des trois éléments précisés ci-dessous est réuni, le législateur marocain (art 12, loi 104-12) atteste de l'existence d'une atteinte à la concurrence.

« Premièrement, si le chiffre d'affaires total mondial, hors taxes, de l'ensemble des entreprises est supérieur à 750 millions de dirhams. Deuxièmement, si le chiffre d'affaires réalisé à l'échelle nationale par deux au moins des entreprises est supérieur à 250 millions de dirhams. Troisièmement, les entreprises qui sont parties à l'acte ont une part de marché cumulée au Maroc, ou sur une partie substantielle du Maroc, supérieure à 40 % des ventes, achats ou autres transactions sur un marché national de biens, produits ou services de même nature ou substituables. »

2.2. Procédure d'examen et voie de recours

Les F&As suivent un circuit réglementaire particulier afin de juger son influence sur la concurrence loyale sur le territoire marocain. Le circuit connaît la participation de deux acteurs. Le premier acteur sont les entreprises impliquées et le second acteur est le conseil de concurrence. La première étape est la notification, la deuxième étape est relative à l'examen du conseil de concurrence et finalement, le droit de révocation de l'opération de F&A et les voies de recours devant la cour de cassation.

2.2.1. Notification

Si les entreprises participantes en F&A jugent qu'elles ont un projet qui portera atteinte à la concurrence en satisfaisant à l'un des trois facteurs décrits ci-dessus (art 12, loi 104-12). Elles doivent déposer leur notification au conseil de concurrence³¹ en particulier si elles ont conclu un accord de principe ou signé une lettre d'intention, ou même à l'annonce d'une offre. Si l'opération est une acquisition, elle pèse l'obligation de notification uniquement sur l'acquéreur du contrôle en cas de contrôle exclusif. S'il s'agit d'une fusion, la notification est obligatoire pour les entreprises ou les personnes physiques qui acquièrent le contrôle de tout ou partie d'une entreprise en vertu de (art 13, loi 104-12).

Le contenu de la notification doit comporter les éléments cités dans l'article 9 de la loi sur la concurrence. D'un autre côté, un exemplaire devrait être envoyé par le conseil de concurrence au chef du gouvernement, à l'autorité gouvernementale déléguée par lui à cet effet (le ministre délégué chargé des affaires générales et de la gouvernance³²).

³¹ Exception faite des entreprises opérant dans le secteur de télécommunication. Dans ce cas, la demande devrait être déposée à l'Agence Nationale de Réglementation des Télécommunications (ANRT). Idem pour le cas des établissements financiers, le conseil de concurrence doit consulter Bank Al Maghrib pour avis préalable.

³² D'après El Mernissi (2019, p. 937) l'ensemble des organismes et entreprises habilités peuvent informer le conseil de concurrence qu'une opération de concentration s'est réalisée sans l'obligation de notification.

2.2.2. Examen du conseil de concurrence

Le Conseil de concurrence examine les opérations de concentration en deux phases. Une première phase que nous qualifions d'examen simple et une deuxième phase que nous qualifions de phase d'examen approfondi. Nous détaillons chacune des deux phases dans les paragraphes ci-dessous.

La première phase s'étale sur soixante jours (60), à compter de la date de réception de la notification complète. Cependant, ces soixante jours (60) peuvent s'étendre à vingt jours (20) jours de plus, pour atteindre quatre-vingts (80) jours à compter de la date de réception de la notification, dans le cas où des engagements sont présentés visant à remédier aux effets anticoncurrentiels de l'opération de concentration (art 15, loi 104-12). Dans l'éventualité où le conseil de concurrence ne tranche pas dans le dossier notifié dans les soixante jours normaux et vingt jours de prolongements, il doit informer le ministre délégué chargé des affaires générales et de la gouvernance. Si ce dernier ne procède pas à une demande d'examen approfondi au conseil de concurrence dans le délai de vingt jours qui lui est imparti, l'opération est jugée autorisée (art.15, loi 104-12).

La deuxième étape est connue sous le nom « d'examen approfondi » et a lieu si la transaction est susceptible d'avoir un impact sur la concurrence. Par exemple, si elle aboutit à la formation d'une force d'achat qui place les fournisseurs dans une situation de dépendance économique (El Mernissi, 2019, p. 938). Le délai entre le début de l'étude approfondie et la conclusion du Conseil est de 90 jours. Ce délai peut toutefois être suspendu suite au jugement du conseil pour manque d'information ou suite à la décision des parties s'il n'excède pas trente (30) jours.

2.2.3. Évocation de l'administration et voie de recours

El Hajoui (2015) estime que le gouvernement a le pouvoir de révoquer la F&A s'il estime qu'elle est de nature à renforcer la compétitivité des entreprises nationales, à construire des entreprises adaptées à la course économique et commerciale africaine et à soutenir l'emploi. Dans ce sens, l'intérêt général prime sur les jugements du conseil, ce qui permet à l'administration de contester les décisions du conseil si ce dernier n'autorise pas la fusion dans les 30 jours suivant la réception du conseil de la concurrence.

Toutefois, la décision de l'administration est communiquée immédiatement au Conseil. En cas d'invocation, tous les jugements du Conseil de la concurrence et de l'administration sont susceptibles d'appel devant la Chambre administrative de la Cour de cassation.

En cas d'annulation, les jugements du Conseil de la concurrence et de l'Administration peuvent faire l'objet d'un recours devant la Cour de cassation pour les décisions relatives aux concentrations et devant la Cour d'appel administrative de Rabat pour les décisions relatives aux pratiques anticoncurrentielles.

Le Conseil de concurrence (2020) a recensé en 2019, 83 % d'opérations notifiées qui prennent la forme de prises de participation au capital d'autres sociétés. D'après le Conseil de concurrence (2021), le contrôle des concentrations économiques a donné lieu à 72 % du total des décisions et avis rendus dont certains sont liés à des opérations de F&A comme Les F&A entre Kraft Food Inc et Cadbury Plc³³, la fusion entre sociétés « Al Omrane Meknès » au sein de la société « Al Omrane Fès »³⁴, l'acquisition de Magna de l'ensemble des actions du capital de la société « Viza G.E.C.A S.L » et ses filiales³⁵ et acquisition par la société « Aero Holding GmbH » de l'ensemble des actions du capital ainsi que les droits de vote de la société « Lisi Aerospace Creuzet Maroc S.A ».

En 2023, la Commission permanente du Conseil de la concurrence³⁶ a autorisé plusieurs autres opérations notamment l'acquisition de 80% du contrôle exclusif de la société de l'entreprise « LOGISTIQUE CARBURANT ET LUBRIFIANT D'AGADIR SARL à associé unique » par BGI Petroleum SARL », le contrôle exclusif, par la société « FORAFRIC Maroc SA », de la Société Industrielle de Minoterie du Sud SA « SIMS » via l'acquisition de 90 % de son capital et des droits de vote y afférents et celle de l'acquisition, par « Barceló Hotels Méditerranéo, S.L. », des actifs immobiliers des deux hôtels « Farah Casablanca » et « Farah Rabat », la prise du contrôle exclusif indirect par la société « International Schools Partnership Limited » de la société « Groupe Charles Peguy Privé SARLAU » et de ses filiales « Graines d'Enfance SARL » et « Graines d'Elite Privé SARL », à travers l'acquisition de 100% de leurs parts sociales et des droits de votes y afférents.

³³ Avis n° 09/10 du 24 février 2010 relatif au projet de concentration économique dans le secteur de la biscuiterie et du chocolat entre les sociétés « KRAFT FOOD INC » et « CADBURY PLC ».

³⁴ Décision n° 01/D/19 du 23 jourmada I 1440 (30 Janvier 2019), l'opération de F&A n'était pas soumise aux obligations de notification et a été considérée comme une restructuration interne du groupe Al Omrane.

³⁵ La décision n° 41/D/19 du 12 chaabane 1440 (18 avril 2019).

³⁶ Le Conseil de la concurrence, Espace documentaire, Année 2023, Communiqué relatif à la réunion de la Commission permanente du Conseil de la concurrence : <https://conseil-concurrence.ma/cc/annee-2023/>

3. Les F&As au Maroc et le droit fiscal

Les transactions des F&As ne se limitent pas seulement à des considérations financières et opérationnelles, mais sont aussi étroitement encadrées par des aspects juridiques, parmi lesquels le droit fiscal occupe une place prépondérante. Au Maroc, comme dans de nombreux autres contextes, les opérations de F&As sont soumises à un ensemble de régulations fiscales qui déterminent la nature des impôts applicables ainsi que les avantages fiscaux potentiels. Ces considérations fiscales ont une influence sur plusieurs parties prenantes comme les actionnaires en termes de création de valeur et les dirigeants dans leurs capacités à générer des résultats (Devos et al., 2009 ; Henley, 2021 ; Ohrn et Seegert, 2019) et même pour l'Etat vu que les recettes fiscales jouent un rôle prépondérant dans le financement du budget de l'État marocain, contribuant significativement à ses ressources financières (Conseil Economique et Social, 2012). Le système fiscal influence également le choix de localisation des entreprises désirantes de fusionner (Herger et al., 2016 ; Hijzen et al., 2008 ; Huizinga et Voget, 2009).

Au Maroc, la plupart des taxes et impôts sont répertoriés dans le CGI et la Loi sur la Fiscalité Locale, tandis que d'autres taxes parafiscales sont fixées par des textes spéciaux (Conseil Economique et Social, 2012). Parmi les principaux impôts qui sont concernés par les opérations des F&As, nous trouvons premièrement, dans le cadre du CGI, l'impôt sur les sociétés (IS), la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) et les droits d'enregistrement et de timbres (DET). Nous relevons deuxièmement, finalement, la Taxe professionnelle (TP) qui relève de la Loi sur la Fiscalité Locale.

3.1. L'impôt sur les sociétés

Le législateur fiscal identifie également deux modalités de F&A. Premièrement, la fusion par voie de création d'une nouvelle société résultante de fusion de deux ou plusieurs sociétés existantes. Deuxièmement, la fusion par voie d'absorption par une société existante d'une ou plusieurs sociétés déjà existantes qui disparaissent. Dans le premier scénario, l'opération se concrétise par l'acquisition des parts dans le capital de la société nouvellement créée, tandis que dans le deuxième cas, elle correspond à une augmentation de capital dans une entreprise déjà existante.

La Note circulaire n° 718 relative aux dispositions fiscales de la loi de finances n° 48-09 pour l'année budgétaire 2010 (2010) stipule que les mesures fiscales en termes d'IS vise principalement à encourager les opérations des restructurations dont les F&As afin de créer de grandes entreprises capables de faire face à la concurrence internationale et d'améliorer la compétitivité des entreprises nationales.

D'après la Note circulaire n° 718 relative aux dispositions fiscales de la loi de finances n° 48-09 pour l'année budgétaire 2010 (2010), le législateur marocain a introduit, à partir de l'année 2010, à côté de deux régimes déjà existants qui sont le régime de droit commun et le régime particulier un nouveau régime qui est le régime transitoire. Ce régime octroie de nombreux avantages fiscaux. Le régime transitoire a été prolongé durant 6 ans, les trois premières trois années étaient comprises entre le 01 janvier 2010 et 31 décembre 2012 (Note circulaire n° 718 relative aux dispositions fiscales de la loi de finances n° 48-09 pour l'année budgétaire 2010, 2010). Ensuite, la loi de finances n° 115-12 a prolongé le régime transitoire pour quatre années supplémentaires entre le 01 janvier 2013 jusqu'au 31 décembre 2016 (Note circulaire n° 721 de la loi de finances 115-12 pour l'année budgétaire 2013, 2013). Cependant, depuis l'année 2017, le régime fiscal transitoire, initialement instauré de manière temporaire, a évolué vers un statut permanent en entraînant l'annulation définitive du régime particulier (Note circulaire n° 727 relative à la loi de finances n 73-16 pour l'année budgétaire 2017, 2017). Finalement, à partir de l'année 2017, toute opération de F&A est régie par deux régimes, à savoir le régime de droit commun et le régime transitoire qui est devenu permanent à partir de l'année fiscale 2017.

Nous abordons ci-dessous les deux principaux régimes qui sont le régime de droit commun et le régime transitoire devenu permanent à partir de 2017. Par contre, le régime particulier stipulé dans l'article 162-I du CGI a été abrogé et nous ne voyons aucune utilité d'en parler, particulièrement à cause de la prescription qui est généralement de (4) quatre ans dans le droit fiscal.

Le régime de droit commun³⁷ des F&As n'accorde aucun avantage aux sociétés fusionnées et implique l'imposition immédiate des plus-values qui résultent de la fusion. Il s'agit d'un régime soumis à toutes les conséquences d'une dissolution ou de l'imposition des résultats enregistrés entre le début de l'exercice et la date de fusion. Dans ce sens, toute rétroactivité

³⁷ Règles fiscales générales qui s'appliquent de manière ordinaire à tous les contribuables d'un pays, à moins qu'ils ne soient spécifiquement soumis à des règles fiscales particulières ou à des régimes dérogatoires.

précisée dans le traité de fusion est sans incidence sur le plan fiscal. Deuxièmement, les profits nets sur apports à la société sont imposables à la société absorbante et l'imposition est immédiate des divers éléments ayant été constitués en franchise d'impôt. Dans ce régime de droit commun, la F&A engendre une plus-value sur les titres de participation détenus dans la société absorbée et également une prime de fusion qui découle de l'excédent de la valeur des biens reçus en apport sur le montant nominal des actions de la société absorbante remises en rémunération de l'apport fusion (Ordre des experts comptables, 2017). En vertu de l'article 221 du CGI relatif à la procédure accélérée, la F&A qui entraîne la dissolution anticipée de la société absorbée et la cessation de son activité donne lieu systématiquement au déclenchement d'une vérification fiscale qui porte sur la période non prescrite et l'évaluation des éléments apportés (Safi-Eddine, 2013) et (art 221 du CGI).

Le nouveau régime particulier (anciennement transitoire) institué en 2017 et expliqué davantage par la Note circulaire n° 727 relative à la loi de finances n 73-16 pour l'année budgétaire 2017 (2017), octroie plusieurs avantages. En vertu de (art 162-II du CGI), nous citons à titre d'exemple « Les sociétés fusionnées ne sont pas imposées sur la plus-value nette réalisée à la suite de l'apport de l'ensemble des éléments de l'actif immobilisé et des titres de participation ; les provisions restent affranchies d'impôt dans certaines conditions, la prime de fusion ou de scission (plus-value), réalisée par la société absorbante et correspondante à ses titres de participation dans la société absorbée (actions ou parts sociales), est exonérée ; les plus-values résultant de l'échange des titres de la société absorbée contre des titres de la société absorbante, réalisée dans le cadre des opérations de F&A, ne sont imposables chez les personnes physiques ou morales actionnaires de la société absorbée qu'au moment de cession ou de retrait de ces titres, ces plus-values sont calculées sur la base du prix initial d'acquisition des titres de la société absorbée avant leur échange suite à une opération de fusion ou de scission ; les éléments du stock à transférer de la société absorbée à la société absorbante sont évalués, sur option, soit à leur valeur d'origine soit à leur prix du marché ».

3.2. Les droits d'enregistrement et de timbre

L'enregistrement est une formalité à laquelle sont soumis les actes et les conventions. Il donne lieu à une taxe appelée « droit d'enregistrement ». Les F&As sont des opérations de restructuration également soumises à ces droits. Les F&As sont exonérées des droits d'enregistrement des cessions, à titre onéreux ou gratuit, des actions et parts sociales qui étaient imposables auparavant aux droits d'enregistrement au taux proportionnel de 4% (Note

circulaire n°728 relative la loi de finances 68-17 de l'année budgétaire 2018, 2018). Exonération des droits d'enregistrement comme cité avant en vertu de l'article 162-II-f.

En vue d'accompagner les sociétés dans l'effort de consolidation de leurs capitaux propres et améliorer leur compétitivité, le législateur marocain, à travers la Note circulaire N°731 de la loi de finances N° 65-20 pour l'année budgétaire 2021 (2021), a minimisé les droits d'enregistrement relatif aux actes d'augmentation de capital des sociétés réalisés par apports en nature, à titre pur et simple, par incorporation des créances liquides et exigibles sur la société, autres que celles figurant en compte courant d'associés ainsi que par incorporation des plus-values résultant de la réévaluation de l'actif social en cas de fusion de sociétés. Dans ce sens, les droits d'enregistrement applicables aux actes d'augmentation de capital précités sont de 0.5%. Ce taux est liquidé sur le montant ou la valeur de l'apport, y compris la prime d'émission ou d'apport.

3.3. Taxe sur la valeur ajoutée

L'article 105-2 stipule : « Dans le cas de fusion de sociétés, le montant de la taxe sur la valeur ajoutée inscrit au bilan de la société absorbée est transféré au bilan de la société absorbante, à condition que ce montant soit identique à celui figurant dans l'acte de fusion. » En outre, l'article 114 n'exige pas de régularisation par l'absorbée de la TVA sur les clients débiteurs suite à la dissolution.

Ce régime implique la reprise par l'absorbante de toutes les dettes fiscales de l'absorbée. Finalement, la déclaration de ces taxes incombe à l'absorbante selon les règles du droit commun et du fait générateur (Ordre des experts comptables, 2017).

3.4. La taxe professionnelle

Toutes les personnes physiques et morales qui exercent une activité professionnelle doivent payer une taxe locale connue sous le nom de taxe professionnelle (anciennement connue sous le nom de patente). Dans ce sens, l'article 16 de la loi 47-06 stipule pour les F&As « En cas de cession, cessation, transfert d'activité ou transformation de la forme juridique de l'établissement, les redevables doivent, dans un délai de quarante-cinq (45) jours, à compter de la date de la réalisation de l'un de ces événements, souscrire une déclaration auprès du service local des impôts du lieu de situation de leur siège social, leur principal établissement ou leur domicile fiscal ».

Section 3. Cas particuliers des F&As en droit marocain

Les F&As présentent certaines problématiques juridiques. Cette section met en relief quelques problématiques rencontrées en pratique dans les opérations de F&As au Maroc. Nous commençons, premièrement, par les particularités juridiques des opérations de F&As entre les différentes formes juridiques. Puis, nous enchaînons, deuxièmement, avec les singularités juridiques des opérations de F&As qui mettent en jeu des entreprises marocaines en difficulté.

1. Les F&As entre les différentes formes juridiques

Avant de procéder à la discussion relative aux opérations de F&As au Maroc, il revient tout d'abord de faire une distinction entre les différentes sociétés commerciales reconnues par le droit marocain. Les différents types de sociétés commerciales connues au Maroc sont les sociétés de personnes et les sociétés de capitaux et la forme particulière de la société à responsabilité limitée.

La société de personnes se distingue par la prépondérance du facteur personnel « *intuitu personae* ». Dans cette optique, les associés ont la qualité de commerçants et sont indéfiniment et solidairement responsables. La société de personnes comprend la société en nom collectif, la société en commandite simple et la société en participation. Cependant, la société de capitaux est caractérisée par la faible importance de la personne associée et comprend les SA, les sociétés anonymes simplifiées et les sociétés en commandite par action.

Finalement, la société à responsabilité limitée qui est hybride, tire premièrement, son appartenance de la société de personne à cause du caractère personnel des associés. Elle tire, deuxièmement, son appartenance à la société de capitaux pour trois raisons. La première est que les associés n'ont pas la qualité de commerçant. La deuxième, les associés ne sont tenus du passif social qu'à concurrence de leurs apports. La dernière est la nullité d'incident juridique personnel d'un des associés sur la continuité de la société.

Les F&As sont des opérations de restructuration qui mettent en jeu des entreprises qui doivent avoir obligatoirement la personnalité morale. Dans ce sens, les entreprises individuelles ne peuvent en aucun cas partir dans les opérations de F&As, car elles n'ont pas la personnalité morale. Conformément à (art 223, loi 17-95), les F&As peuvent être réalisées entre des sociétés ayant la même forme ou de formes différentes, suite à une décision de chacune des deux sociétés

intéressées, dans les conditions requises pour la modification des statuts. Cependant, la répartition des droits des associés ou l'augmentation de leur engagement ne peuvent avoir lieu sans leur accord unanime. Si l'opération est une fusion création de société nouvelle ou des sociétés nouvelles, chacune de celles-ci est constituée selon les règles propres à la forme de la société adoptée. Pour le cas des entreprises, dont les associés ont la qualité du commerçant comme la société en nom collectif, la fusion est visée expressément par la loi comme cause de dissolution de cette forme juridique (art 18 al 3, de la loi 5-96).

2. Les F&As dans le cadre des entreprises en liquidation au Maroc

Selon Inforisk (2023), le nombre des entreprises marocaines défailtantes au Maroc a atteint 12.397 en 2022. Cette défaillance est principalement le résultat d'une mauvaise utilisation de la procédure de sauvegarde. Dans ce sens, nous trouvons nécessaire d'aborder la question d'une éventuelle opération de F&A dans le cadre des entreprises en liquidation et en procédure de redressement.

Les entreprises en procédure de liquidation peuvent faire également l'objet d'une cible probable pour les acquéreurs ou les entreprises désirant de faire l'objet d'une opération de fusion. Dans ce sens, le législateur marocain (art 222, loi 17-95) soutient que même les entreprises en procédure de liquidation peuvent être objets de F&A avant le début de la répartition des actifs entre les associés. Si le législateur marocain a mis en relief l'éventualité de procéder à l'acquisition d'une cible en procédure de liquidation, il n'a en aucun cas prévu la possibilité d'acquérir ou de fusionner avec une entreprise en redressement judiciaire, aussi bien dans le cadre de la loi 17-95 que dans la loi 5-96³⁸, idem pour le livre cinq (5) du Code de commerce qui n'a pas traité la question.

Il semble qu'en vertu des dispositions de (l'art, 227, loi 17-95), le projet de F&A d'une entreprise en difficulté doit contenir les motifs de l'opération, dans ce sens, le projet de F&A peut mentionner qu'il s'agit d'une opération d'acquisition d'une entreprise en difficulté ou en procédure de redressement ou tout simplement de sauvetage d'entreprise pour préserver la continuité de l'activité commerciale.

³⁸ Sur la société en nom collectif, la société en commandite simple, la société en commandite par actions, la société à responsabilité limitée et la société en participation.

Lemtouni (2013) voit que la condition comme prévu par la réglementation sur l'éventualité de l'acquisition avant la distribution de l'actif entre les associés est logique dans la mesure où la fusion est conditionnée par l'effectivité juridique de l'entreprise (personnalité morale) qui est perdue une fois la liquidation est opérée par le paiement des dettes et la distribution des actifs entre les associés. Par ailleurs, la transmission universelle du patrimoine ne peut être réalisée.

Lemtouni (2013) estime également que la F&A d'une société de fait, en cas de liquidation, ne peut avoir lieu, car elle n'a pas d'existence juridique. Toutefois, les sociétés d'investissement à capital variable (SICAV) en phase de liquidation peuvent aussi fusionner, absorber ou être absorbées, même en liquidation uniquement par une autre SICAV³⁹.

Finalement, en vertu des dispositions de (art 222 de la loi 17-95), le législateur a ouvert aux entreprises en liquidation l'éventualité de fusionner ou d'être achetées par tout autre type d'entreprises. Par exemple, une entreprise en liquidation peut fusionner avec une entreprise dans une situation normale, même deux entreprises en phase de liquidation peuvent fusionner pour créer une nouvelle entreprise, voire une entreprise en phase de liquidation peut absorber une autre entreprise en phase de liquidation.

2.1. Les F&As dans le cadre des entreprises en difficulté

Le sauvetage de l'entreprise en difficulté suppose qu'un certain nombre de choix économiques, financiers et surtout juridiques doivent être opérés, ces choix s'inscrivent dans les procédures de redressement (Rhalib, 2014). Le législateur a cadré les procédures afférentes aux difficultés de l'entreprise dans le Livre 5 du Code de commerce en deux grandes procédures communes dans les lois pour les entreprises en difficulté qui sont le redressement et la liquidation. Le choix de ces procédures dépend inéluctablement de la situation exacte de la difficulté dans laquelle se trouve l'entreprise (Rhalib, 2014). Premièrement, la procédure de sauvegarde. Deuxièmement, la procédure de redressement judiciaire et enfin la liquidation judiciaire. Les opérations de F&As peuvent intervenir à n'importe quel moment dans la vie de l'entreprise, en l'occurrence au moment où l'entreprise est en difficulté, qu'elle soit en redressement ou liquidation judiciaire. Généralement, le rapport du syndic sur l'entreprise propose deux issues : le plan de redressement ou la liquidation judiciaire (art 595, Code de commerce). À n'importe quel moment de l'adoption d'une de ces grandes procédures, les opérations de F&As peuvent intervenir.

³⁹ al 1, art 46, loi n° 1-93-213 du 4 REBIA II du 21 septembre 1993.

2.2. Les F&As dans le cadre de la procédure de redressement

La F&A peut avoir lieu dans la procédure de redressement, c'est-à-dire quand les sociétés, dont leur actif disponible, ne peuvent pas faire face à leur passif exigible. En conséquence, la situation n'est pas irrémédiablement compromise. Dans ce cas, deux scénarios sont envisageables, le redressement judiciaire dans le cadre de la continuation ou bien le redressement dans le cadre de la cession.

2.2.1. Les F&As en redressement judiciaire dans le cadre de la continuation

Le législateur marocain, dans le livre 5 du Code de commerce, et (art 86, loi 5-96) favorisent le plan de continuité sur la dissolution pour les sociétés pour redynamiser le marché et pallier les crises sociales. Les F&As restent une issue pouvant dynamiser la continuité de l'entreprise en difficulté, telle est le cas de l'opération de F&A domestique marocaine qui a eu lieu en 1993 dans le cadre de l'absorption de l'Entente par Al Amane (AMMC, 2020, p. 65 ; Fahim, 2013, p. 53 ; Lemtouni, 2013, p. 78). Les entreprises qui vont subir une F&A dans le cadre du processus de traitement sont assujetties à deux procédures règlementaires.

Premièrement, les entreprises en phase de traitement peuvent faire l'objet de cible d'une opération de F&A à travers le redressement judiciaire par la mise en place d'un plan de continuation (art 545, livre 5, Code de commerce). Dans ce sens, l'entreprise peut être fusionnée ou absorbée vu qu'elle existe juridiquement, et qu'elle peut éventuellement à n'importe quel moment sortir de la crise et continuer l'activité, ce principe a été inspiré de l'article 586 du livre 5 du Code de commerce, qui stipule que l'activité de l'entreprise est poursuivie après le prononcé de l'ouverture du redressement judiciaire. Hormis, que dans ce cas, l'acquéreur doit exécuter les consignes du plan de continuation émanant du tribunal dans le traité de fusion. Cette opération est supervisée et accordée par le Tribunal de commerce.

Deuxièmement, si l'entreprise acquéreuse n'exécute pas les engagements fixés par le plan, le tribunal, suite à la demande d'un créancier ou après avoir entendu le syndic, peut prononcer la résolution du plan de continuation et décider la liquidation judiciaire de l'entreprise (art 634, art 629 du Livre 5 du Code de commerce), car la modification dans les objectifs et les moyens du plan de continuation ne peut être décidée que par le tribunal (art 634 du Livre 5 du Code de commerce).

2.2.2. Les F&As opérées à travers le redressement judiciaire par la mise en place d'un plan de cession

D'après Fahim (2013), le plan de cession, dans le redressement judiciaire, vise la préservation des postes d'employés et la libération de l'entreprise de ses dettes. Cette cession, peut-être partielle ou totale. La doctrine, voit également que l'opération de cession dans le cadre de redressement judiciaire est plus proche de l'opération d'acquisition, car elle permet également la préservation de l'activité ou métier de l'entreprise, le maintien de tout ou partie des employés et permet d'apurer les passifs et se portent sur l'ensemble des éléments de production (art 635, livre 5, Code de commerce). En conséquence, il n'y a pas de contradiction entre l'opération de F&A et l'opération de cession dans le redressement judiciaire.

Dans l'opération de cession d'une cible en redressement judiciaire, l'acquéreur potentiel ou l'entreprise qui désire éventuellement fusionner doit émettre une offre au syndic. Ce dernier, qui jugera son caractère sérieux, informera les représentants du personnel et les contrôleurs, et enfin la communiquera au tribunal. Cette offre de l'acquéreur potentiel doit comporter certaines indications, notamment le prix de cession, les modalités de règlement, la date de réalisation, avec un ensemble d'indications (art 636, livre 5 du Code de commerce). Le tribunal de commerce retiendra l'offre qui garantira le paiement des créances et le maintien des emplois (art 637, livre 5 du Code de commerce). Le syndic orchestre la réalisation de la cession (art 640 du livre 5 du Code de commerce). Toutefois, même si le syndic passe tous les actes nécessaires relatifs à l'acte de cession, la décision devrait également être apportée par l'assemblée générale extraordinaire de la société cible (art 231, loi 17-95).

2.3. Les F&As opérées en période de liquidation judiciaire

La liquidation judiciaire est destinée aux entreprises se trouvant dans la cessation de paiement et qu'il s'avère que le redressement est impossible. L'opération vise à mettre fin à l'activité de la société ou à réaliser son patrimoine via la cession partielle ou globale (Grandguillot et Grandguillot, 2018). La liquidation judiciaire peut être prononcée soit directement en saisissant le dossier par tribunal, soit après avoir constaté, qu'en dépit du redressement judiciaire, l'entreprise est toujours dans l'incapacité d'honorer ses dettes avec l'actif dont elle dispose à travers le rapport du syndic.

La liquidation judiciaire peut également être prononcée suite à la demande du syndic, contrôleur ou chef d'entreprise et sur rapport du juge-commissaire (art 587 du Code de

commerce). Certes, dans ce cas, il existe peu d'espérance pour l'acquisition de l'entreprise. Cependant, il est probable que ce genre d'entreprise attire des acquéreurs potentiels, notamment, dans le cas où la cible dispose d'un brevet d'invention ou bénéficie d'une forte clientèle qui permettrait en conséquence l'élargissement des parts de marchés. Dans ce sens, le législateur voit plus d'intérêt dans la continuation de l'activité de l'entreprise que sur la liquidation judiciaire. Le législateur a octroyé en l'occurrence des délais soit d'office, soit à la demande du procureur du roi ou à la demande du syndic s'il s'avère que la continuité serait bénéfique aux créanciers (art 652, Code de commerce). Le législateur a en outre garanti la non-résiliation du bail des immeubles affectés à l'activité de l'entreprise en cas de liquidation judiciaire (art 653, Code de commerce). L'offre de F&A est possible, mais elle est soumise au syndic, à condition que les acquéreurs ne doivent être ni débiteurs, ni parents, ni alliés, ni dirigeants de droit ou de fait de la personne morale en liquidation judiciaire. Finalement, la décision revient au juge-commissaire qui choisit l'offre d'acquisition qui permet d'assurer l'emploi et le paiement des créanciers (article 655, Code de commerce). Si le juge-commissaire porte son choix sur l'acquisition de la cible en difficulté, la vente aux enchères publiques ou de gré à gré sera annulée.

2.4. Sort des parties prenantes dans les opérations de F&As pour les entreprises en difficulté

Cette sous-section analyse le sort des parties prenantes, à savoir les créanciers et les employés, dans le cadre de F&As mettant en jeu une ou plusieurs entreprises en difficulté. Nous discutons en premier lieu le sort des créanciers et en second lieu celui des employés.

2.4.1. Sort des créanciers dans les opérations de F&A pour les entreprises en difficulté

Le sort des créanciers dans les opérations de F&As pour les cibles en difficulté a été cadré par deux lois complémentaires. La première est la loi 17-95 et la deuxième est le code du commerce. Le législateur estime que la société acquéreuse est débitrice des créances non obligataires. Eventuellement s'il y a une constitution d'opposition⁴⁰, le tribunal ordonne le remboursement de la créance ou bien la constitution de garanties au profit du créancier par l'entreprise acquéreuse (art 239, loi 17-95). D'un autre côté, quand la cible en difficulté est cédée, le tribunal s'assure que l'offre de la F&A proposée assure le paiement des créances, et

⁴⁰ Opposition mise en œuvre par les créanciers non obligataires dont les créances sont antérieures à la publicité du projet de fusion.

prononce, par la suite, la clôture, après la répartition du prix de cession entre les créanciers en fonction des rangs fixés par le syndic. À partir du Code de commerce et de la loi 17-95, la société acquéreuse garantit le paiement des créances et respecte les rangs des créanciers. Un seul contraste des deux règlementations peut naître du cas d'une cible en phase de difficulté et la constitution d'une opposition des créanciers dans le cas d'une cible prospère. Il semble que dans ce cas que (l'art 239, loi 17-95) est suspendu est que l'opposition ne peut pas avoir lieu, car les créanciers des entreprises cibles en difficulté cherchent en permanence le redressement de leur client et donnent des sûretés et des déductions. En l'occurrence, la règlementation ne peut pas leur octroyer le bénéfice d'opposition alors qu'en vertu du sauvetage de l'entreprise cible en difficulté, les créanciers ont déjà renoncé à des parties de leurs droits pour le succès du redressement de l'entreprise en difficulté.

2.4.2. Sort des employés dans les opérations de F&As pour les entreprises en difficulté

Il est évident que les opérations de F&As et de redressements des entreprises ont une incidence sur la psychologie des employés. Dans ce sens, le législateur a cherché à protéger l'intérêt social des employés et stipule que les contrats de travail, les indemnités de licenciement, les congés en cours au jour de l'opération de F&A entre les salariés et l'ancien employeur subsistent entre les salariés et le nouvel employeur (art 19, Code de travail) même dans le cas des entreprises en difficulté. Cependant, il arrive parfois pour certaines cibles en difficulté que le principe de continuité dans le contrat de travail puisse ne pas être applicable. Dans ce cas, le plan de continuation des entreprises en difficulté peut être conditionné par la résiliation des contrats de travail. Cette résiliation est jugée de licenciement pour motif économique en dépit de toute disposition légale contraire (art 624, Code de commerce). Dans le sens des licenciements, pour motif économique, pour les cibles en difficulté, le code de travail prévoit six articles (l'article 66 à l'article 71), ce qui s'oppose avec l'article 19 du même code pour le cas des F&As pour des entreprises sans difficulté. L'acquéreur de la cible activera en l'occurrence la procédure des licenciements pour motif économique avec le concours du Tribunal et juge-commissaire.

Conclusion du deuxième chapitre

Notre analyse approfondie des F&As au Maroc conduit à trois conclusions saillantes dans le cadre de notre recherche. Premièrement, les F&As au Maroc se caractérisent par la prédominance des petites et moyennes entreprises non cotées, la majorité de ces entreprises étant de forme juridique SA. Les opérations de F&As, majoritairement de type horizontal, sont particulièrement dynamiques dans le secteur financier, avec une concentration significative dans la métropole de Casablanca.

Concernant les F&As sortantes, la majorité des acquéreurs marocains sont des SA cotées, privilégiant les cibles situées en Afrique subsaharienne, en particulier en Afrique de l'Ouest. Les F&As sortantes sont majoritairement de type horizontal, avec une forte dynamique dans le secteur financier. Bien que les acquisitions en Europe soient moins fréquentes, elles gagnent en importance au cours de la dernière décennie. Les acquéreurs européens, issus de pays ex-colonisateurs tels que la France et l'Espagne, dominent les F&As sortantes. Les privatisations et les programmes d'ajustement structurel exercent une influence significative sur le volume des acquisitions, et le secteur des prestations de service se révèle être le plus dynamique, avec une prédominance des F&As horizontales sur le marché.

Du point de vue du droit des sociétés, les F&As au Maroc sont principalement régies par une série d'articles (de l'article 222 à l'article 242 de la loi 17-95). Ces articles encadrent le calendrier juridique des opérations, depuis la rédaction du traité de fusion jusqu'à la dissolution sans liquidation de l'entreprise cible, assurant ainsi la transparence de l'opération pour l'ensemble des actionnaires, obligataires et créanciers. Le législateur marocain, anticipant l'impact potentiellement négatif des F&As sur la concurrence loyale et la protection des consommateurs, a mis en place diverses mesures à travers la loi sur la liberté des prix et de la concurrence ainsi que la loi 20-13 sur le conseil de la concurrence pour prévenir les effets monopolistiques résultant des opérations de F&A.

Il est à noter que certaines opérations de F&As impliquent parfois des entreprises de formes juridiques différentes, comme des F&As entre société de personne et société de capitaux, ou surviennent dans le cadre de processus de redressement ou de liquidation judiciaire. Dans ces situations, un ensemble juridique de textes intervient, comprenant la loi 5-96, le livre 5 du code de commerce, et l'évaluation de l'intérêt général de l'économie nationale.

Conclusion de la première partie

Les transactions annuelles enregistrées par les opérations des F&As sont grandioses. En effet, chercheurs, praticiens et décideurs manifestent un intérêt considérable pour ce type de croissance en raison des avantages qu'il procure à l'ensemble des parties prenantes impliquées dans ces opérations. Les chercheurs et praticiens voient en ce phénomène un domaine de recherche vaste, particulièrement dans le domaine des sciences de gestion. Les études bibliométriques confirment que les deux questions de recherche abordées dans cette thèse figurent parmi les thèmes les plus explorés dans le domaine des F&As, leurs travaux étant parmi les plus cités. Les chercheurs encouragent leurs pairs à élargir le champ de recherche sur les F&As, étant donné les changements substantiels dans les blocs et les équilibres économiques mondiaux.

Cette thèse se concentre principalement sur deux domaines de recherche en sciences de gestion : le commerce international en mettant l'accent sur les stratégies de localisation, et les finances en se penchant sur la finance des marchés. Elle répond à la demande des chercheurs en examinant les théories de l'OLI et des institutions dans des contextes rarement explorés. De plus, elle répond à l'émergence des théories de l'efficacité de marché, du signal, de l'apprentissage organisationnel, de l'agence et de la law and finance dans un contexte africain qui, selon nos connaissances et les bases de données consultées, n'a jamais été exploré.

Pour la première question de recherche portant sur l'impact des déterminants transnationaux de localisation sur le volume des F&As sur le marché marocain, la littérature suggère l'application du paradigme OLI, en particulier dans sa dimension "L", avec ses deux perspectives d'analyse : celle du pays d'origine et celle du pays cible. De plus, la littérature encourage vivement l'intégration du paramètre institutionnel dans les recherches sur l'internationalisation des entreprises.

Pour la deuxième question de recherche, qui est afférente à l'étude de l'influence des déterminants micros et macros sur la création de valeur dans les entreprises marocaines cotées, la littérature suggère que l'analyse de la création de valeur boursière est plus pertinente pour les actionnaires que l'analyse de la création de valeur comptable. À cet égard, les chercheurs recommandent l'utilisation de la méthode d'événement à court terme, en suivant le modèle du marché autour de la date d'annonce de la F&A, en raison des nombreux avantages qu'elle offre.

PARTIE 2: MODÈLE ET MÉTHODOLOGIE DE LA RECHERCHE

Introduction à la deuxième partie

La deuxième partie de cette thèse expose le modèle et la méthodologie de notre recherche, visant essentiellement à définir les principales théories sous-tendant nos deux questions de recherche, ainsi qu'à détailler les choix méthodologiques pour chaque architecture de recherche défini dans notre thèse. L'objectif principal est d'assurer la rigueur du processus scientifique pour la création de connaissances en sciences de gestion.

Le premier chapitre de notre thèse précise que, pour comprendre l'influence des déterminants transnationaux de la localisation, nous nous appuyons sur le paradigme OLI de Dunning et la théorie des institutions de North. Nous formulons plusieurs hypothèses, certaines liées à la perspective du pays d'origine et d'autres à la perspective du pays cible. La perspective du pays cible englobe les motivations de recherche de marchés et de ressources naturelles, tandis que la perspective du pays d'origine examine la trajectoire du développement des investissements à travers le développement économique et institutionnel du pays d'origine. Enfin, la distance institutionnelle mesure le rapprochement ou l'éloignement institutionnel entre le pays d'origine et le pays cible.

Le premier chapitre indique également que, pour comprendre l'influence des déterminants de la création de valeur, nous utilisons la méthode des événements dans les marchés efficients, en nous appuyant sur les deux écoles de pensée explicatives de la création de valeur, à savoir l'école néoclassique et l'école comportementale. L'objectif est d'identifier les bénéficiaires de la création de valeur, de déceler d'éventuelles fuites d'informations, et enfin, d'étudier l'influence des déterminants micros (au niveau de l'entreprise) et macros (au niveau du pays d'accueil).

Le deuxième chapitre souligne la place fondamentale de l'épistémologie, la démarche de raisonnement et la démarche de recherche dans les recherches en sciences de Management. Compte tenu de leur importance pour la production de la connaissance et l'éthique scientifique, le deuxième chapitre met la lumière sur le design de recherche de chacune des deux questions de recherche avancées. A la lumière des éthiques scientifiques et de la bonne conduite de la recherche éthique fiable nous définissons ces design de recherche à partir de la définition de la question de recherche jusqu'à l'analyse des donnée

Chapitre 3. Fondements théoriques, formulation des hypothèses et modèle de recherche

Introduction au troisième chapitre

Notre recherche sur les F&As s'inscrit fondamentalement dans les sciences de gestion. Les sciences de gestion mobilisent des connaissances théoriques de portée générale dont dérivent des hypothèses qui devraient être examinées.

Dans la première section de ce chapitre, nous exposons les théories et hypothèses relatives aux déterminants de localisation des F&As marocaines, adoptant une perspective du pays cible et du pays d'origine. Dans le cadre de l'optique du pays cible, nous nous appuyons sur le cadre conceptuel du paradigme OLI et de la théorie des institutions. À l'intérieur du cadre du paradigme OLI, nous soumettons à un examen approfondi huit sous-hypothèses, dont six sont liées à la recherche de marché et deux à la recherche de ressources naturelles. Pour l'optique du pays d'origine, dix sous-hypothèses sont rigoureusement vérifiées. En ce qui concerne la théorie des institutions, dix sous-hypothèses sont examinées dans la dimension formelle, tandis que huit sous-hypothèses sont soigneusement testées dans la dimension informelle.

La deuxième section, mobilise la méthode d'événement au sein de la théorie de l'efficacité des marchés, pour la mesure de la performance globale et l'identification précise de la fuite d'information. En empruntant également aux écoles de pensée néoclassique et comportementale des finances, ainsi qu'aux principes de la théorie d'apprentissage organisationnel, de la théorie d'agence, et de la théorie de la Law and Finance, nous formulons deux hypothèses pour la mesure de la performance globale, une hypothèse pour la détection de la fuite d'information, et cinq hypothèses pour les déterminants de la création de valeur.

La dernière section, représentant met en évidence un modèle scientifique en spécifiant les différentes théories et hypothèses sélectionnées, ainsi que la nature des associations anticipées entre les variables explicatives et la variable à expliquer.

Section 1. Théories et hypothèses des déterminants de localisation des F&As transfrontalières

Il est reconnu que l'environnement externe est un facteur important à prendre en compte en sciences de gestion général et en commerce international en particulier. L'environnement externe sera mis en évidence dans cette thèse à l'aide du paradigme éclectique et à l'aide de la théorie de développement des investissements de Dunning. Dans un marché imparfait, le paradigme de Dunning reste l'une des théories les plus populaires et les plus citées en commerce international (Rialp, Merigó, Cancino, et Urbano, 2019) et dans les études sur les IDE (Bretas, Alon, Paltrinieri, et Chawla, 2022).

L'ensemble des théories qui vont cadrer notre première partie de recherche relative aux déterminants de localisation des F&As sont détaillées dans les prochaines sous-section. La première sous-section met en exergue les théories mobilisées pour l'analyse des déterminants transnationaux de localisation des F&As. La deuxième sous-section, expose les différentes hypothèses que nous examinons.

1. Théories afférentes aux déterminants de localisation

Les théories de localisation sont des théories relatives à la localisation géographique de l'activité économique ; elles sont devenues partie intégrante de la géographie économique, de la science régionale et de l'économie spatiale. La distinction entre la théorie du commerce international et la théorie de la localisation, selon Bertil Ohlin, a été une création artificielle en 1933. Nous mobilisons, premièrement, le cadre holistique OLI qui a prouvé son succès d'après son auteur pour l'explication des activités d'internationalisation des multinationales. Nous manipulons deuxièmement la théorie des institutions, une théorie clé déployée récemment pour la compréhension des IDE.

1.1. Paradigme OLI

Le paradigme OLI est considéré comme un centre intellectuel qui explique la production internationale, il s'agit également de la contribution majeure de l'analyse des flux d'investissements internationaux. Ci-après, nous discutons les principaux apports du paradigme OLI ainsi que la mesure d'applicabilité de cette théorie éclectique sur notre recherche.

1.1.1. Motivations d'internationalisation selon le paradigme OLI

L'internationalisation d'une entreprise est inextricablement liée aux motivations qui la soutiennent. Ces motivations restent des éléments (clés) de la théorie du commerce international. La discussion classique sur les motifs d'internationalisation remonte aux travaux de John H. Dunning, qui a distingué quatre motifs principaux (Dunning, 1993b) à savoir la recherche de marchés, la recherche d'efficacité, la recherche des ressources et finalement la recherche d'actifs stratégiques. La recherche de ressources et de marchés sont les plus connues et correspondent toujours à la plupart des entreprises qui s'internationalisent pour la première fois (Dunning, 2000).

1.1.1.1. La recherche de marchés

La recherche de marchés est l'un des principaux objectifs des multinationales et elle est particulièrement sensible aux changements du climat d'investissement du pays d'accueil (A. Chakrabarti, 2001). Les EMN investissent dans un pays étranger pour tirer parti des possibilités offertes par des marchés plus vastes. Outre la recherche et l'exploitation de nouveaux marchés, les multinationales choisissent cette option pour diverses raisons, notamment pour suivre les fournisseurs ou les clients qui ont construit des installations de production à l'étranger, pour adapter les produits aux demandes ou aux goûts locaux et pour économiser le coût de la desserte d'un marché à partir d'une certaine distance. Ensuite, il existe d'autres raisons relatives au marché domestique, surtout quand il est restreint et n'apporte pas de gains substantiels espérés.

1.1.1.2. La recherche d'efficacité

Les entreprises qui s'installent à l'étranger visent la réduction de leurs coûts d'exécution des activités économiques et/ou de rationaliser leurs opérations actuelles dans plusieurs régions. Les IDE de recherche d'efficacité peuvent soit tenter d'exploiter les différences de coûts des facteurs (c'est-à-dire entre des pays hétérogènes) soit être conçus pour renforcer les économies d'échelle en regroupant la production (Dunning et Lundan, 2008, p. 72). La recherche de marché vise également la recherche de l'amélioration de la rentabilité globale de la multinationale.

1.1.1.3. La recherche des ressources

En investissant à l'étranger et en obtenant le contrôle de ressources vitales qui peuvent être utilisées comme levier dans le pays d'accueil, les entreprises internationales peuvent réduire

leurs coûts inhérents et leurs vulnérabilités (Dunning, 1980, 1993b). La recherche des ressources est fondamentale pour les multinationales qui dépendent des ressources naturelles et qui sont essentielles à la performance organisationnelle pour favoriser l'avantage concurrentiel (Gaffney, Kedia, et Clampit, 2013; Lu, Kasimov, Karimov, et Abdullaev, 2020). Selon la théorie du commerce basée sur la dotation en facteurs, les flux d'IDE se dirigent vers les pays ayant un avantage comparatif en matière d'accès aux ressources telles que les ressources naturelles.

1.1.1.4. La recherche d'actifs stratégiques

La recherche d'actif stratégique dérive de l'intention stratégique « Strategic Intent » qui consiste à se concentrer sur les opportunités futures et les objectifs à long terme du leadership mondial, au-delà de la planification stratégique à court terme (Hamel et Prahalad, 1989, 2005). Dans ce sens, Hamel et Prahalad voient que les entreprises doivent chercher les avantages concurrentiels et rattrapent, voire dépassent, les leaders mondiaux en place. Cui, Meyer, et Hu (2014), Dunning et Lundan (2008) voient que l'acquisition d'actifs stratégiques à l'étranger est un moyen important de réaliser ce rattrapage.

1.1.2. Les institutions dans le paradigme OLI

Les individus créent des organisations pour répondre à leurs propres besoins et aspirations (Dunning, 2009). Certains aspects de la littérature sur le commerce international ont toujours été institutionnels, selon Dunning et Lundan (2008). Avec l'avènement de la mondialisation, qui met les entreprises en interaction avec diverses institutions nationales, tant officielles qu'informelles, l'approche institutionnelle de North (1990, 1994, 2005) s'impose dans le cadre du paradigme OLI.

D'après Dunning (2009), les caractéristiques institutionnelles influencent la décision d'implanter des entreprises au-delà des frontières nationales, en influençant non seulement la composante de localisation, mais aussi les composantes de propriété et d'internalisation.

1.1.3. Théorie de trajectoire de développement d'investissement dans le paradigme OLI

La TDI n'est pas un nouveau sujet dans le domaine de la recherche sur les théories du commerce international. Le concept de TDI explique pourquoi les multinationales étendent leurs activités sous forme d'IDE sortant dans les pays étrangers (Amal, Raboch, et Tomio,

2009 ; Das, 2013 ; Dunning et Narula, 1993 ; Narula et Dunning, 2010). La TDI de Dunning (1981, 1986) est une application du paradigme OLI, qui généralise le processus de développement de l'investissement international et les changements dans la position de l'investissement international d'un pays. Le concept initial de la TDI a été présenté lors de la conférence de 1979 sur les « multinationales des pays en développement et prend en considération le développement économique (Dunning, 1981; Marin, Lorentowicz, et Raubold, 2003), technologique et institutionnel du pays d'origine (Barry, Görg, et Mcdowell, 2003; Erdilek, 2008 ; Ganić, 2022). La TDI peut s'appliquer à tous les pays, bien que chaque pays ait une trajectoire de croissance unique (Sawitri et Brennan, 2022).

Le principe de base de la TDI est qu'à mesure que la croissance économique d'un pays s'améliore, les conditions de l'investissement entrant et sortant se modifient. La TDI a été le principal cadre théorique pour l'IDE sortant, liant la dynamique de l'investissement étranger aux étapes du progrès économique et institutionnel dans le pays d'origine (Stoian, 2013), ce qui amène les pays à suivre un schéma prévisible en cinq étapes. Dans la première phase, l'économie sous-développée, elle, n'attire ni ne crée initialement d'IDE. En raison de l'absence d'avantage concurrentiel et de lacunes institutionnelles importantes, les flux d'IDE entrants et sortants sont faibles. Au cours de la deuxième phase, les économies émergentes en voie d'industrialisation reçoivent des IDE en raison de leurs avantages géographiques et de leurs secteurs à faible et moyenne technologie, mais elles génèrent peu d'IDE, ce qui se traduit par une position nette d'investissement négative (IDE sortant — IDE entrant). Dans la troisième phase, à mesure que les capacités techniques du pays s'améliorent et que son marché intérieur s'étend, il attire et produit d'importants IDE grâce à ses inventions et à sa spécialisation mondiale, ainsi qu'à l'amélioration de la compétitivité des entreprises locales. La position nette d'investissement reste négative. Lorsque les sorties d'IDE dépassent les entrées d'IDE au cours de la quatrième phase, la position nette d'IDE devient positive, les sorties d'IDE dépassant les entrées d'IDE. À la quatrième phase, les sorties d'IDE dépassent les entrées d'IDE et la position nette d'IDE devient positive, les sorties d'IDE dépassant les entrées d'IDE et la qualité de l'offre et de la demande augmentant. Finalement, la cinquième phase est typique des pays les plus développés, l'IDE net est positif, mais variable, malgré des fluctuations, la position nette d'IDE est proche de zéro.

Selon Dunning (1981, 1986), il existe une forte corrélation entre le développement économique du pays d'origine et l'activité d'IDE, ce qui a été confirmé dans les pays

développés par des études telles que (Barry, Görg, et McDowell, 2003; Bellak, 2001) ou dans les pays en transition ou en développement par (Tolentino et Dunning, 1993). D'autres recherches ont montré que les indicateurs macroéconomiques représentant la croissance économique du pays d'origine ont un impact positif sur l'IDE (Luo et Wang, 2012), en particulier l'ouverture commerciale, le PIB, les taux de change (Puah, Apoi, et Kueh, 2008) et les institutions (Amal, Raboch, et Tomio, 2009). Outre la croissance économique institutionnelle, Jose et Mellina (2005) soutiennent la présence d'éléments spécifiques qui stimulent les IDE en provenance des pays d'origine, tels que les ressources naturelles et la distance culturelle.

Même si les analyses de Dunning (1981, 1986) et de Dunning et Narula (1993) ont écarté la qualité institutionnelle, plusieurs études confirment le rôle de la qualité institutionnelle dans l'accélération des IDE (Buckley et al., 2007 ; Cui et Jiang, 2012 ; Stal et Cuervo-Cazurra, 2011). Dans cette optique, les lois et réglementations doivent stimuler le développement des avantages « L » dans le pays d'origine qui soutiennent la formation et le développement des avantages « O » dans la recherche de marché ou de ressources, les investissements de recherche d'actifs stratégiques (Liu, Buck, et Shu, 2005). Dans ce sens, plusieurs chercheurs comme Stoian (2013) recommande d'intégrer les variables institutionnelles du pays d'origine dans le cadre de la TDI.

1.2. La théorie des institutions

D'après Donnelly et Manolova (2020), il est fortement conseillé d'inclure les aspects institutionnels dans les études de commerce international pour comprendre les relations organisation-environnement (Aksom et Tymchenko, 2020) et mieux décrypter leur influence sur les opérations d'internationalisation des entreprises (Batschauer da Cruz et al., 2020).

Kostova et al. (2020) voient également que les chercheurs en commerce international ont considérablement élargi la théorie institutionnelle. Kostova (1997) soutient que les caractéristiques institutionnelles d'un pays reflètent son environnement de manière relativement complète, car elles capturent divers aspects de l'environnement national, y compris les normes culturelles, les connaissances sociales, les règles et les réglementations. Ce qui fait des institutions un moyen de décrire les environnements nationaux dans un pays donné.

Veblen (1899) a fait les premiers pas vers la notion d'institutions, mais nos recherches ont révélé que le premier à faire référence aux institutions était Max Weber (1968), comme l'indiquent DiMaggio et Powell (1983) et Mommsen (1980). Commons (1931), de l'Université

du Wisconsin, a été le premier à proposer une théorie évolutionniste des institutions, démontrant la pertinence exceptionnelle du processus judiciaire aux États-Unis en se concentrant sur les transactions commerciales. Le travail de Commons a été critiqué pour un certain nombre de problèmes, notamment l'absence d'un cadre théorique complet sur les institutions et leur formation, ainsi que la prédominance du caractère descriptif (Kaufman, 2007 ; Rutherford, 1983). L'idée de Commons sur les institutions a été qualifiée de « vieille théorie des institutions ». Ronald Coase et Douglas North⁴¹ ont développé la théorie de la nouvelle économie institutionnelle (NIE).

North (1990, p. 3) définit les institutions comme « les règles du jeu dans la société, les contraintes humaines qui façonnent les interactions humaines ». North, 1990 (p. 4-5) voit que les institutions sont établies pour réduire les obstacles résultant d'informations imparfaites et asymétriques et distingue deux types de contraintes : formelles et informelles.

Les institutions formelles capturent les règles et les structures gouvernementales (W. Kaufmann, Hooghiemstra, et Feeney, 2018, p. 2). Les institutions informelles comprennent la culture, les traditions, les coutumes, les valeurs morales, les croyances religieuses, la corruption, l'idéologie politique (Kaufmann, Hooghiemstra, et Feeney, 2018 ; North, 1990) l'expérience, les conventions, les coutumes et les codes de conduite et toutes les autres normes de comportement qui ont passé l'épreuve du temps (W. Kaufmann et al., 2018, p. 2 ; Pejovich, 1999, p. 166). Les institutions informelles trouvent leur origine dans l'esprit et remontent aux valeurs culturelles.

Les néo-institutionnalistes enrichissent la littérature sur la localisation à l'étranger et la nomment « la responsabilité de l'étrangeté du pays ». Cette responsabilité est liée à l'existence de coûts supplémentaires par une entreprise désirant de s'installer sur un marché au-delà de ses frontières (Zaheer, 1995, p. 342-343). D'après Choi, Lee, et Shoham (2016), la théorie institutionnelle est mobilisée depuis longtemps pour expliquer les décisions d'investissement via la configuration de réaction des organisations aux forces institutionnelles au niveau du pays, à l'instar des règles formelles, des institutions et de l'application.

⁴¹ Douglass North (1920-2015) à qui on attribue dans les écrits académiques la théorie institutionnelle est un historien de l'économie qui a remporté en 1993 le prix Nobel d'économie (The Sveriges Riksbank Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel, 1993) grâce à son travail sur le rôle du droit et des institutions.

2. Hypothèses relatives aux déterminants de localisation

Pour comprendre les stratégies et la conduite des multinationales à l'étranger, il est essentiel de manipuler les facteurs de localisation du pays d'accueil et du pays d'origine, comme reconnu par plusieurs auteurs comme Child et Marinova (2014) et Ermolaeva (2019). Nous commençons par annoncer les hypothèses du pays d'accueil et les hypothèses du pays d'origine à travers respectivement le paradigme OLI et la TDI.

2.1. Hypothèses relatives au Modèle OLI

Dans son travail sur le paradigme OLI, Dunning (1998) suppose comme cité l'existence de motivations cruciales pour l'internationalisation des multinationales, à savoir la recherche de marché et la recherche des ressources naturelles. Dans les travaux de Dunning (1986) ; Dunning et Narula (1993) ; Narula et Dunning (2010) et Stoian (2013), le développement des investissements étrangers passe également par le progrès économique du pays d'origine. Pour cette raison, Stoian, 2013; Stoian et Filippaios (2008) voient que la TDI est une composante extensive du paradigme OLI qui explique à la fois les IDE entrants et sortants.

Les hypothèses, élaborées dans cette thèse et qui sont relatives à notre première question de recherche, suivent la trajectoire des motivations de Dunning dans son paradigme OLI (pour les pays cibles) et dans la théorie du TDI (pour les pays d'origine). Dans ce sens, nous commençons par traduire en premier lieu le paradigme OLI dans son analyse de marché cible en sous-hypothèses afférentes aux deux motivations d'internationalisation phares, à savoir, la recherche de marché et la recherche de ressources naturelles. En second lieu, nous décomposons par ailleurs la TDI en sous-hypothèses de développement économique, commercial et institutionnel du pays d'origine. Ce cadre sera un centre pour la compréhension de l'activité des F&Ats à partir du pays d'origine et à partir du pays cible.

2.1.1. Hypothèses relatives aux motivations de marché

Afin de mesurer la motivation de recherche de marché pour les F&Ats, nous établissons trois grandes hypothèses pour les F&Ats sortantes et pour les F&Ats entrantes. La première hypothèse est relative à la croissance de la taille de marché du pays cible et à la taille de marché du pays d'origine. La deuxième hypothèse est afférente au taux de change dans le pays cible et au taux de change dans le pays d'origine. La dernière hypothèse est liée à l'ouverture commerciale dans le pays cible et à l'ouverture commerciale dans le pays d'origine.

Chacune des hypothèses citées ci-dessus sera divisée en deux sous-hypothèses. La première sous-hypothèse est relatée au pays d'accueil ou cible et la deuxième est relatée au pays d'origine.

2.1.1.1. Croissance du marché

Dunning (1998), Uddin et Boateng (2011), Vasconcellos et Kish (1998) ont souligné l'importance des variables macroéconomiques qui peuvent expliquer l'investissement étranger direct à travers la motivation pour la recherche de marché. Deepak, Keya et Mousumi (2023) soutiennent que la recherche sur les F&Ats a été marquée par l'exploitation de plusieurs indicateurs qui mesurent la taille de marché.

A. Croissance du marché cible

Selon Dang et Nguyen (2021, p. 5), l'expansion économique entraîne une pénurie de capitaux, ce qui incite les gouvernements nationaux à rechercher davantage d'IDE. La majorité des recherches sur la relation entre la croissance du PIB et l'IDE dans les pays émergents et en développement, commence à attirer l'attention (Cleeve, 2008; Mhlanga, Blalock, et Christy, 2010). Cet intérêt est principalement dû au fait que les pays émergents et en développement connaissent un développement économique plus rapide que les pays industrialisés (FMI, 2023).

Selon Jordaan (2004), la taille du marché prédit aux investisseurs un meilleur retour sur investissement, car, selon Buckley et al. (2007), Buckley et Casson (1981), plus la taille du marché étranger d'une entreprise est importante, plus les IDE cibleront ce marché, et plus ils seront efficaces. Cela explique rationnellement la course aux marchés dans les pays à forte croissance économique (Mottaleb et Kalirajan, 2010, p. 375).

De nombreuses études ont cherché à examiner la relation entre l'IDE et l'expansion du marché. Étant donné que la compréhension des contextes d'étude est essentielle au développement de la trajectoire d'investissement, à la compréhension et à l'extension du paradigme OLI (Dunning, Kim, et Park, 2008) et à tout lien empirique potentiel avec d'autres contextes géographiques, nous répartissons les résultats de ces études en fonction des différents contextes géographiques.

De nombreuses études ont essayé d'examiner la relation entre les IDE et la croissance du marché dans la région MENA. Nous commençons par les études ayant compris le Maroc dans l'échantillon MENA. Par exemple, Aziz et Mishra (2016) ; Jabri et Brahim (2015) ; Méon et

Sekkat (2004) ; Mina (2012) et Moosa (2009) ont tous conclu dans leurs études que la croissance du marché a un impact positif et significatif sur les IDE entrants à la région MENA.

Parallèlement, d'autres études en Afrique ont également conclu l'existence d'une association positive entre la croissance du marché et les IDE. Par exemple Onyeiwu et Shrestha (2004) et Bende-Nabende (2002).

Les F&Ats qui sont un principal déterminant des IDE ont de plus enrichi la recherche en commerce international, particulièrement dans l'examen de l'association entre leur volume et la croissance économique et la probabilité d'être un pays acquéreur ou cible. Par exemple, Erel, Liao, et Weisbach (2012), Liao, Wang, et Wu (2021) et Wilson et Bala (2019) voient qu'un développement économique plus important est associé à la probabilité d'être un pays acquéreur.

Les études afférentes à l'examen de la relation entre l'activité des F&Ats et la croissance de la taille du marché ont été nombreuses. Nous exposons certains travaux empiriques par contexte géographique.

Dans le contexte des pays développés et émergents, M. Yang et Deng (2017) voient qu'entre 1996 et 2012, la taille du marché dans les pays cibles est importante pour les pays d'origine et constatent également que plus les acquéreurs chinois s'aperçoivent que la taille du marché du pays cible augmente, plus, ils augmentent les F&Ats sortantes dans les pays développés. Dans une enquête menée par Bhattarai, Prasuna et Kumar (2021) dans les pays du BRICS, G7 et du G20, les auteurs concluent que la croissance économique contribue positivement à l'activité des F&Ats.

Dans le marché des F&Ats en Afrique, A. I. Anwar et Mughal (2017) et Agbloyor et al (2012) trouvent que la taille du marché est déterminante dans les opérations de F&Ats africaines. Tunyi et Ntim (2016) voient dans une étude entre 1996 et 2012 sur 1490 entreprises couvrant 15 pays africains que les entreprises qui ont un développement économique important mesuré par la croissance du PIB sont susceptibles de recevoir un maximum de F&A. Dans un article sur l'activité des F&As au Ghana entre 2010 et 2018 totalisant 25 opérations, Kofi, Baafi, et Sarkodie (2022) soutiennent que le PIB a un impact sur l'activité des F&As au Ghana.

B. Croissance du marché d'origine

Dans le cadre de l'examen de la théorie de la TDI, certains travaux ont vérifié l'existence d'association entre la croissance économique du pays d'origine et le volume des IDE. Ces

études ont suscité beaucoup d'intérêt pour les chercheurs, vu qu'il est reconnu que les entreprises des grands marchés nationaux sont plus susceptibles d'investir à l'étranger, car leur énorme économie nationale leur confère des avantages nationaux en matière de compétitivité mondiale (Luo et Wang, 2012). La relation entre l'activité des acquisitions transfrontalières et la croissance du PIB a été prouvée positive dans le cadre des IDE dans le contexte européen, Bevan et Estrin (2004) et Chen (2015).

Dans le cadre des F&Ats dans les pays développés, Boateng, Hua, Uddin et Du (2014) constatent que le PIB du pays d'origine exerce une influence positive et significative pour les F&Ats sortantes des entreprises britanniques. Une étude d'Uddin et Boateng (2011) reflète également le poids de la taille du marché du pays d'origine sur l'activité des F&Ats au Royaume-Uni et voit que la taille du marché a un impact positif sur les F&Ats sortantes et entrantes au Royaume-Uni entre 1987 et 2006. Deng et Yang (2015) ont utilisé une analyse de régression par panel et ont découvert que le taux de croissance du PIB est positivement lié au nombre de transactions transfrontalières. Dans une étude sur les F&Ats sortantes du Royaume-Uni entre 1987 et 2008, Boateng, Hua, Uddin et Du (2014) concluent que la forte croissance du PIB au Royaume uni, explique le volume des activités de F&Ats sortantes.

Par conséquent, nous pensons à travers nos quatre sous-hypothèses que plus la croissance du marché de l'économie d'accueil et/ou d'origine augmente, plus le volume des F&Ats augmente.

H1a : l'activité des F&Ats sortantes du Maroc est influencée positivement par la croissance économique du pays d'accueil ;

H1b : l'activité des F&Ats sortantes du Maroc est influencée positivement par la croissance économique du pays d'origine (Maroc) ;

H1c : l'activité des F&Ats entrantes au Maroc est influencée positivement par la croissance économique du pays d'accueil (Maroc) ;

H1d : l'activité des F&Ats entrantes au Maroc est influencée positivement par la croissance économique des pays acquéreurs.

2.1.1.2. Taux de change

Depuis l'effondrement du système de Bretton Woods dans les années 1970, la volatilité des taux de change entre les principales monnaies du monde a influencé les décisions d'internationalisation des entreprises (Evans, 2011 ; Kiyota et Urata, 2004). Il est reconnu

d'après la littérature que la dépréciation du taux de change dans le pays d'accueil est avantageuse pour les F&Ats entrantes, car elle rend rendant les actifs locaux nettement moins chers. Il est reconnu également que plus la monnaie s'apprécie, plus le pays a plus de chance d'être un pays acquéreur qu'un pays hôte.

Depuis longtemps, les économistes étudient les effets théoriques et empiriques de l'incertitude du taux de change sur les IDE, voir les travaux de Branson et Henderson (1985) ; Froot et Stein (1991) ; L. S. Goldberg et Kolstad (1995) et Hartman (1979). Nisbet, Thomas et Barrett (2003) affirment, dans le contexte des pays développés, que lorsque la livre anglaise était plus forte que le dollar américain, les entreprises britanniques achetaient davantage des entreprises américaines.

A. Taux de change du pays cible

Dans la région MENA, Aziz (2018) et Jabri, Guesmi et Abid (2013) concluent que le taux de change influence négativement les entrées d'IDE. Dans le contexte africain, Musyoka et Ocharo (2018) concluent que les IDE entrants au Kenya entre 1970 et 2016 étaient influencés négativement et significativement par le taux de change, c'est-à-dire, plus la monnaie est dépréciée, plus le pays a tendance à accueillir des investissements. La même conclusion est soutenue dans le travail de Jaiblai et Shenai (2019) qui voient que les IDE sont plus importants dans les pays caractérisés par une dépréciation du taux de change dans la région d'ASS. Au Maroc, une ancienne étude de Bouoiyour (2007) prouve empiriquement qu'une dépréciation du taux de change réel par rapport au pays investisseur augmente les flux d'IDE entrants entre 1960 et 2000.

Dans le contexte des pays émergents, Latief et Lefen (2018) examinent la relation entre le taux de change et les IDE dans sept (7) pays de l'OBOR⁴² et constatent que la volatilité du taux de change influence de manière négative et significative les IDE dans ces pays. En Chine, Lee et Brahmasrene (2020) suggèrent que la dépréciation du taux de change encourage l'entrée des IDE et indiquent également qu'une variation des taux de change affecte négativement les entrées d'IDE à long terme.

L'examen de l'association entre l'activité des F&Ats et le taux de change a été aussi traité par la littérature. Par exemple, dans les pays développés, Reed et Babool (2003) soutiennent,

⁴² One belt, One road est une initiative à grande échelle visant à créer deux nouvelles routes commerciales qui relieront la Chine au reste du monde.

dans une étude sur l'impact du taux de change aux États-Unis, Australie, Canada, France, Allemagne, Japon, et Royaume-Uni, qu'entre 1987 et 1999 a un impact négatif sur l'activité F&Ats sortantes. Dans ce sens, une baisse de 1 % du taux de change est associée à une augmentation de 4 % des F&Ats sortants. McCann (2001) dans une étude sur les F&Ats impliquant des entreprises britanniques entre 1987 et 1995 constate une relation négative significative entre le taux de change et les F&Ats à l'étranger.

Dans le contexte des pays émergents et dans les pays du BRICS, une étude de Vissa et Thenmozhi (2022) sur 20 917 transactions conclut que les F&Ats entrantes sont influencées par le taux de change. En Chine également, Borthwick, Ali et Pan (2020) voient que l'augmentation d'un écart type du risque de change baisse de 2,11 % la probabilité de F&Ats.

B. Taux de change du pays d'origine

Une étude de Froot et Stein (1991) conclut qu'une appréciation du taux de change devrait conduire à des acquisitions à l'étranger. Dans la même perspective, Dewenter (1995) ; Goergen et Renneboog (2004) ; Harris et Ravenscraft (1991) soulignent que les entreprises issues des pays dont la monnaie est forte devraient agir tant qu'acquéreur, tandis que les entreprises des pays dont la monnaie se déprécie devraient être une cible. Dans une étude sur 142 entreprises sur la période 1984-1994, Nisbet, Thomas et Barrett (2003) constatent que les entreprises britanniques acquéraient davantage d'entreprises aux États-Unis lorsque la livre sterling était plus forte que le dollar américain. Une autre étude sur les F&Ats au Royaume-Uni au cours de la période 1987-2006, menée par Uddin et Boateng (2011), conclut l'existence d'un impact positif et significatif du taux de change sur les flux sortants des F&Ats britanniques.

Par conséquent, on peut s'attendre à ce que la force de la monnaie du pays acquéreur, qui sera reflétée par un taux de change faible vis-à-vis du dollar, influence positivement les F&Ats. En parallèle, la faiblesse de la monnaie du pays cible caractérisée par un taux de change élevé vis-à-vis du dollar américain influencera positivement les F&Ats. Dans ce sens, nous postulons les hypothèses suivantes :

H2a : l'activité des F&Ats sortantes du Maroc est influencée positivement par le haut taux de change des devises du pays d'accueil -dépréciation de la monnaie - par rapport au dollar ;

H2b : l'activité des F&Ats sortantes du Maroc est influencée positivement par le taux de change bas –appréciation du dirham marocain- comme monnaie du pays d'origine ;

H2c : l'activité des F&Ats entrantes au Maroc est influencée positivement par le haut taux de change du dirham marocain -dépréciation de la monnaie du pays d'accueil vis-à-vis le dollar ;

H2d : l'activité des F&Ats entrantes au Maroc est influencée positivement par le taux de change bas –appréciation la monnaie- des pays acquéreurs étrangers, par rapport au dollar.

2.1.1.3. L'ouverture commerciale

L'activité économique et l'attraction des investissements étrangers sont toutes influencées par la mondialisation et les politiques de libre-échange. De nombreux pays ont tenté d'attirer davantage d'investissements directs étrangers tout en développant leur économie (Rathnayaka Mudiyansele, Epuran, et Tescaşiu, 2021). Les organisations internationales et les universitaires ont depuis longtemps attiré l'attention sur le lien entre l'expansion de l'IDE UNCTAD (1996) et le commerce mondial. La prise de décision d'une multinationale peut être influencée par la politique commerciale internationale, qui peut être moins restrictive dans certains pays et plus préventive dans d'autres (Dang, Henry, Nguyen, et Hoang, 2018).

Selon Naveed et Shabbir (2006), le degré d'ouverture commerciale encourage les multinationales à la recherche de nouveaux marchés à réaliser des investissements à l'étranger (Balasubramanyam, Salisu, et Sapsford, 1996 ; Carril-Caccia et Pavlova, 2020). Selon une étude de Boateng et al (2017), les activités des F&Ats pourraient être favorisées par une fréquence élevée des transactions commerciales (Hijzen, Görg, et Manchin, 2008).

L'étude de l'ouverture commerciale dans le pays d'origine aboutit à la même conclusion de l'analyse de l'ouverture commerciale du point de vue du pays cible. Si l'ouverture commerciale du pays d'accueil indique qu'une ouverture commerciale accrue dans le pays cible aide les entreprises à étendre leur marché. L'ouverture commerciale dans les pays d'origine offre donc aux entreprises davantage d'options pour s'internationaliser, puisque les investisseurs connaissent mieux les marchés cibles étrangers grâce au commerce international et peuvent choisir d'investir dans des actifs à l'étranger plutôt que de se limiter aux exportations.

A. L'ouverture commerciale du pays cible

Le lien entre les IDE et l'ouverture commerciale dans les pays en développement a été souligné dans plusieurs recherches. Par exemple, Liargovas et Skandalis (2012) montrent que l'ouverture commerciale a un impact favorable à long terme sur l'IDE dans une étude portant sur 36 pays en développement entre 1990 et 2008.

Les résultats obtenus en Afrique ne sont pas trop contradictoires et indiquent un lien possible entre l'IDE et l'ouverture commerciale. Par exemple, Asiedu (2002) affirme que le principal facteur influençant l'IDE en Afrique est l'ouverture du commerce bilatéral. Dans une étude portant sur neuf pays africains entre 2009 et 2016, Makoni (2018) découvre que l'ouverture commerciale a un impact favorable sur les IDE entrants. K. Ali (2019) a constaté que l'ouverture commerciale avait une influence bénéfique considérable sur l'IDE entrant dans une étude de l'IDE dans les pays de la Communauté de développement de l'Afrique australe entre 1995 et 2016. Au Maroc, Bouoiyour (2007), Moujahid et Khariss (2021) constatent que l'ouverture commerciale encourage les IDE, cette étude a été renforcée par une autre étude entre 1980 et 2019 de Moujahid et Khariss (2022) sur les IDE entrants au Maroc qui conclut effectivement l'existence d'une relation positive et significative sur le long terme.

Dans la région MENA, plusieurs études comme celles d'Al-Khourri (2015) ; Alshammari, Al-Halaq, et Al-Shammari (2016) ; Omar G. Aziz et Mishra (2016) ; Omar Ghazy Aziz (2018) ; Elheddad (2018) ; Hammami (2017) ; Mina (2012) ; Okafor, Piesse et Webster (2017) concluent que l'ouverture commerciale a un impact positif sur les IDE entrants dans la région MENA.

L'ouverture commerciale a de plus été une source de controverse parmi les chercheurs sur les F&Ats. À cet égard, Bjorvatn (2004) et Horn et Persson (2001) affirment qu'une augmentation des dépenses commerciales peut accroître la rentabilité du F&Ad par rapport au F&At. Selon R. Chakrabarti, Gupta-Mukherjee et Jayaraman (2009), l'ouverture du pays cible est une opportunité significative pour les acquéreurs et reste un déterminant essentiel de la performance de l'entreprise dans les acquisitions transfrontalières. En Asie, De Beule et Duanmu (2012) et Yang et Deng (2017) ont conclu que les entreprises chinoises initient plus de F&Ats dans des pays cibles avec une ouverture commerciale. Dans la région d'Indochine, une étude de Ekkayokkaya, Foojinphan et Wolff (2017) constate l'existence d'un impact positif et significatif de l'ouverture commerciale sur les F&Ats.

B. L'ouverture commerciale du pays d'origine

Quant à l'examen de la relation entre l'ouverture commerciale du pays d'origine et le volume des F&Ats, Kyrkilis et Pantelidis (2003), reconnaissent que la libéralisation du commerce international d'un pays devrait avoir un effet favorable sur les sorties de tous les types d'investissements. Conconi, Sapir et Zanardi (2016), Neto, Brandao et Cerqueira (2009) trouvent que la majorité des multinationales desservent à priori un marché via les exportations

avant d'opter pour les IDE. Das (2013), en travaillant sur 56 économies en développement entre 1996 et 2010, constate que l'ouverture commerciale dans le pays d'origine influence positivement les IDE sortants.

Erel, Liao et Weisbach (2012) ; Rossi et Volpin (2004) concluent que le commerce est un motif fondamental pour l'engagement dans les opérations de F&Ats particulièrement entre les pays qui ont des échanges commerciaux importants. Di Giovanni (2005) considère que les IDE et le commerce international sont substituables l'un à l'autre, cette intuition repose en partie sur le fait que les entreprises doivent éviter les coûts commerciaux, qu'ils soient liés au transport ou aux droits de douane à travers les IDE. En outre, dans la relation entre l'ouverture commerciale et les IDE, Alotaibi et Mishra (2014, chap. 31) affirment que les transactions commerciales peuvent directement générer des flux financiers transfrontaliers. Finalement, Lane et Milesi-Ferretti (2008) et Mishra (2007) trouvent que les investissements bilatéraux en actions sont étroitement liés aux tendances commerciales sous-jacentes.

Nous nous attendons à ce que plus les pays d'origine et/ou d'accueil sont plus ouverts au commerce, plus le volume des F&Ats augmente. À cet égard, nous posons nos quatre sous-hypothèses.

H3a : l'activité des F&Ats sortantes du Maroc est influencée positivement par l'ouverture commerciale du pays d'accueil ;

H3b : l'activité des F&Ats sortantes du Maroc est influencée positivement par l'ouverture commerciale du pays d'origine « Maroc » ;

H3c : l'activité des F&Ats entrantes au Maroc est influencée positivement par l'ouverture commerciale du pays d'accueil « Maroc » ;

H3d : l'activité des F&Ats entrantes au Maroc est influencée positivement par l'ouverture commerciale des pays acquéreurs.

2.1.2. Hypothèses relatives à la recherche de ressources naturelles

La disponibilité et le coût des ressources naturelles influent sur la localisation des multinationales, puisque l'IDE est utilisé pour garantir un approvisionnement constant en ressources Dunning (1993, 1998, 2000, p. 164). Afin d'assurer la stabilité de l'offre et d'encourager l'intégration en amont, l'objectif est de réduire les coûts des intrants en dessous des prix du marché (Ahmed, Xie, Ali, Ahmad, et Guo, 2022 ; Meyer, 2015). Selon A. Rugman

(1981, 2006), l'IDE dans la recherche de ressources naturelles s'explique essentiellement par les avantages propres au pays et seulement de manière marginale par les avantages propres à l'entreprise.

Les ressources naturelles abondent sur le continent africain. Le continent africain abrite 30 % des réserves minérales mondiales, 12 % des réserves pétrolières mondiales et 7 % des réserves de gaz naturel mondiales, selon l'African Natural Resources Center (2016) et UN Environment Program (2017). Environ 20 % de l'or mondial⁴³ est produit en Afrique.

Le Maroc est le premier exportateur et le deuxième producteur de phosphate au monde après la Chine et détient 73 % des réserves mondiales de phosphorite (El Aggadi, Ennouhi, Boutakiout, Alaoui El Belghiti, et El Hourch, 2023 ; Houssini, Geng, Liu, Zeng, et Hohl, 2023 ; Jasinski, 2019 ; Saerens, Geerts, et Weemaes, 2021). Selon le ministère de la Transition énergétique et du Développement durable (2021), l'industrie minière au Maroc produit 26 % de toutes les exportations, 10 % du PIB du pays.

2.1.2.1. Dotations en ressources naturelles dans les pays cibles

La région africaine qui est réputée pour ses immenses richesses naturelles a été sous le collimateur de plusieurs chercheurs qui travaillent sur les déterminants des IDE. Anarfo, Agoba, Sare et Gameti (2021) voient qu'au Ghana les IDE entrants sont influencés par les ressources naturelles. Au Nigeria, Dinda (2014) voit que les ressources naturelles, essentiellement le pétrole, ont un impact positif et significatif sur les IDE entrants.

Dans les pays émergents, les investisseurs chinois sont considérés comme étant les investisseurs les plus intéressés par l'existence des dotations naturelles. plusieurs études prouvent l'immense appétit pour les Chinois d'investir dans des pays riches en ressources naturelles, comme concluent les travaux de Morck, Yeung et Zhao (2008), Tuman et Shirali (2017), Soumaré, Gohou et Kouadio (2016) et Tuman et Shirali (2017).

Le mécanisme des F&Ats reste une option pour les multinationales à la conquête des ressources et des énergies. D'ailleurs, le marché des F&Ats en Afrique est catalysé par l'existence des ressources naturelles (Wilson et Vencatachellum, 2016). L'existence des ressources naturelles en Afrique ouvre particulièrement l'appétit des acquéreurs chinois qui

⁴³ <https://www.gold.org/goldhub/data/gold-production-by-country>

sont à la conquête permanente des ressources naturelles (Gunessee et Hu, 2020; Zhang, Zhou, et Ebbbers, 2011).

Dans un travail sur des entreprises de neuf pays émergents entre 2000 et 2012, Deng et Yang (2015) constatent que les ressources naturelles ont un impact positif et plus fort dans les pays d'accueil qui sont en développement. De Beule et Duanmu (2012) étudient les acquisitions faites par 121 entreprises chinoises et 531 entreprises indiennes entre 2000 et 2008 et soutiennent que les acquéreurs chinois privilégient des pays avec des ressources naturelles abondantes alors que les indiens ne sont pas intéressés par la disponibilité des ressources naturelles dans les pays d'accueil. Zhang, Zhou, et Ebbbers (2011) soutiennent que la sécurisation des ressources naturelles à l'étranger est devenue un impératif de l'État chinois et des entreprises chinoises. Buckley, Forsans, et Munjal (2012) constatent d'après 576 acquisitions faites par des entreprises indiennes entre 2000 et 2007, que les dotations en ressources naturelles dans les pays d'accueil ont un impact positif et significatif sur le nombre des F&Ats sortantes d'inde.

2.1.2.2. Dotations en ressources naturelles dans les pays d'origine

Quant à l'effet de la disponibilité des ressources naturelles dans le pays d'origine, nous croyons conformément à l'interprétation de l'étude de Dowling & Vanwalleghem (2018) sur des acquéreurs du CCG et qui conclue que quand l'industrie extractive minière est sous-développée les investisseurs des pays d'origine mènent davantage des IDE principalement pour la recherche de technologie, savoir-faire et compétence spécialisées pour une meilleure exploitation des ressources naturelles.

H4a : l'activité des F&Ats sortantes du Maroc est influencée positivement par la dotation en ressources naturelles du pays d'accueil.

H4b : l'activité des F&Ats sortantes du Maroc est influencée positivement par la dotation en ressources naturelles du pays d'origine « Maroc ».

H4c : l'activité des F&Ats entrantes au Maroc est influencée positivement par la dotation en ressources naturelles du pays d'accueil « Maroc » ;

H4d : l'activité des F&Ats entrantes au Maroc est influencée positivement par la dotation en ressources naturelles des pays d'origine.

2.2. Hypothèses relatives à la théorie institutionnelle

Les fondements de la théorie institutionnelle ont été élargis par les chercheurs qui s'intéressent à l'internationalisation des entreprises et aux IDE. Les entreprises opèrent dans un environnement externe complexe avec des divergences institutionnelles et culturelles. Pour cette raison, la théorie institutionnelle devrait être prise en considération dans les études d'internationalisation des entreprises, les études sur les IDE et les études en commerce international (Sahin et Mert, 2022; Xu et al., 2021).

2.2.1. Institutions formelles

L'environnement institutionnel formel du pays exerce une influence significative sur la stratégie d'internationalisation des entreprises (Xu, Hitt, Brock, Pisano, et Huang, 2021). Nous détaillons dans les paragraphes dessous, l'ensemble des institutions formelles prises en considération par notre étude.

2.2.1.1. La qualité de gouvernance nationale

Des recherches antérieures indiquent que les multinationales examinent minutieusement le cadre institutionnel d'un pays avant de faire un choix d'investissement. Les principaux obstacles à l'afflux d'IDE sont les problèmes bureaucratiques ou administratifs, les complexités juridiques, l'instabilité politique, la corruption et la criminalité. Une bonne qualité de gouvernance institutionnelle élimine ces obstacles, crée une atmosphère favorable et gagne la confiance des investisseurs internationaux (Saha, Sadekin, et Saha, 2022). Toutefois, il arrive parfois que certains investisseurs, notamment ceux en provenance de la Chine, ne prêtent aucune attention à la qualité de gouvernance nationale en cas d'existence des ressources énergétiques (Kamal, Hasanat Shah, Jing, et Hasnat, 2020), ou des tailles de marchés importantes (Chen, Gangopadhyay, Singh, et Chen, 2023).

Malgré les changements mis en œuvre par les nations africaines, la gouvernance en Afrique est considérée comme faible (C. Fombad, 2022). « L'Afrique n'a pas besoin d'hommes forts, elle a besoin d'institutions fortes », a déclaré Obama (2009⁴⁴). Selon Lundqvist et al (2019), l'African Union Commission (2015) ; Nations unies et l'Union africaine (2017) et l'Union africaine (2022), la gouvernance est une aspiration fondamentale de l'Afrique pour un continent

⁴⁴ Allocution de l'ex-président des États-Unis Barack Obama au Parlement ghanéen le 11 juillet 2009.

plus prospère et développé. La démocratie en Afrique a également connu une histoire mouvementée, avec diverses interventions extérieures visant à saper une gouvernance décente (C. M. Fombad, 2021). L'instabilité politique est de plus un grand danger pour la croissance économique et humaine de plusieurs pays en ASS (S. A. Asongu et al., 2021). Enfin, la corruption reste un problème majeur qui fait perdre à l'Afrique annuellement 148 milliards de dollars (African Union, 2019). Smith (2016) voit que les investisseurs considèrent la corruption comme une taxe qu'ils peuvent éviter. Cependant, malgré l'émergence de la qualité des institutions publiques dans leurs relations avec le commerce et l'économie, Ross (2019) voit que le rôle des institutions a été peu abordé par la théorie économique et celle du commerce international.

A. La qualité de gouvernance nationale dans le pays hôte

Plusieurs recherches ont mis en exergue la gouvernance nationale dans sa relation avec les IDE. Sun, Peng, Lee, et Tan (2015) voient que les institutions du pays hôte émergent influencent les entrants internationaux. Schneider et Frey (1985) concluent aussi que l'instabilité politique réduit considérablement l'afflux d'IDE. Choi, Lee, et Shoham (2016) soutiennent que les entreprises sont plus susceptibles d'investir dans des pays dotés de meilleures institutions. Bailey (2018) conclut que les facteurs institutionnels tels que la stabilité politique, la démocratie, l'État de droit attire les IDE, mais la corruption les dissuade.

Dans la région du MENA, un ensemble d'étude a prouvé l'impact positif d'une bonne qualité des institutions sur les IDE entrants (voir, par exemple, Jabri et Brahim, 2015 ; Méon et Sekkat, 2004 ; Mohamed et Sidiropoulos, 2010).

Dans le cadre des F&Ats, la majorité des travaux empiriques ont prouvé que la qualité de gouvernance nationale à travers le contrôle de la corruption, la stabilité politique, le terrorisme sont déterminants pour le volume et la performance des F&Ats (par exemple, Di Guardo et al., 2016 ; Lebedev et al., 2015 ; Liu et al., 2021 ; Ouyang et Rajan, 2017).

Coerdacier, De Santis et Antonin (2009) voient que la qualité institutionnelle représentée par l'indice des libertés civiles influence le volume des F&Ats. Choi et al (2016) constatent qu'entre 1981 et 2008, sur 7492 transactions que de meilleures institutions environnementales générales dans le pays hôte attirent plus des F&Ats. Dans une étude sur des acquisitions chinoises dans des pays en développement entre 2007 et 2016, Gunessee et Hu (2020)

constatent que les institutions solides sont importantes pour les acquisitions de multinationales chinoises.

Ouyang et Rajan (2017) voient dans une étude sur 59 pays, dont 31 pays développés, et 28 pays en développement entre 2000 et 2011 que la fréquence et l'intensité des attaques terroristes découragent les F&As. Hogetoorn et Gerritse (2021) voient que les décisions de F&As de 8 872 entreprises dans 116 pays sur 16 ans sont influencées négativement par les activités terroristes et qu'une augmentation d'un de l'écart type des attaques terroristes réduit l'investissement prévu dans le pays d'une entreprise donnée d'environ 30 %.

Dans le contexte des pays émergents, une étude de De Beule et Duanmu (2012) sur les acquisitions de 121 entreprises chinoises et 531 entreprises indiennes entre 2000 à 2008 suggère qu'un meilleur État de droit, la qualité de la réglementation et le contrôle de la corruption sont importants pour l'Inde, mais pas pour les acquéreurs chinois.

Dans le contexte africain, Tunyi et Ntim (2016) voient que les pays africains dotés d'une bonne gouvernance nationale, notamment une faible corruption, une bonne efficacité du gouvernement, une voix et une responsabilité élevée, reçoivent un plus grand nombre de F&As. Une autre étude de M. Wilson et Vencatachellum (2016) sur les F&As ciblant l'Afrique voit que la faiblesse de la gouvernance nationale reflétée par la corruption entre 1990 et 2011 est négativement liée aux F&As dans toutes les régressions, mais n'est significative que dans le modèle à effets fixes.

B. La qualité de gouvernance nationale dans le pays d'origine

Pour une meilleure compréhension des F&As en se basant sur la trajectoire de développement de l'investissement, Liu, Buck, et Shu (2005) recommandent l'intégration de l'analyse institutionnelle par pays d'origine. Kaufmann, Kraay et Mastruzzi (2009) concluent que les politiques et les réglementations saines facilitent le développement du secteur privé et Buckley et al (2007) et Luo, Xue, et Han (2010) affirment que des meilleures institutions dans le pays d'origine créent soutiennent la compétitivité et minimisent les turbulences dans le développement du secteur privé, ce qui influe sur la décision d'internationalisation des multinationales. Dans une étude de Chen, Yu, et Zhang (2019), les auteurs constatent que les entreprises de pays dotés d'une meilleure qualité institutionnelle présentent une plus grande efficacité d'investissement que les entreprises de pays dotés d'institutions plus faibles.

Plusieurs études sur la qualité des institutions politiques suggèrent qu'un environnement politique stable et favorable dans le pays d'origine facilite l'internationalisation des entreprises comme Filippaios, Annan-Diab, Hermidas et Theodoraki (2019) ; Mariotti et Marzano (2020) ; Yang, Li et Wang (2020) et favorise les F&Ats Záborský, Yan, Sbaï et Larsen (2021).

Dans un document traçant en revue la littérature académique sur le marché des contrôles des entreprises, Martynova et Renneboog (2008) constatent que plus que les trois quarts de toutes les F&Ats intraeuropéennes impliquent un acquéreur en provenance de pays avec une qualité de gouvernance nationale solide. Dans une étude menée sur 700 acquisitions transfrontalières d'entreprises européennes par des multinationales de la région Asie-Pacifique entre 2007 et 2017, Larsen et Zamborsky (2018) confirment l'existence de liens positifs entre la bonne gouvernance du pays d'origine et l'activité des F&Ats. Ahmad, Lambert, Martin-Flores, & Petit-Romec (2022) voient à travers 104 425 transactions de F&Ats survenues entre 1985 et 2018 que les différences démocratiques institutionnelles ont un impact sur l'intensité des F&As et que les F&Ats sont plus susceptibles d'impliquer des acquéreurs de pays plus démocratiques que les pays cibles.

Motivées par la discussion ci-dessus, nous nous attendons à ce qu'une bonne qualité des institutions publiques reflétée par les six indicateurs de la gouvernance nationale de Kaufmann, Kraay et Mastruzzi (2010) influence positivement l'activité des F&Ats sur le marché marocain. En l'occurrence, nous mettons exposons nos quatre (4) sous-hypothèses.

H5a : l'activité des F&Ats sortantes du Maroc est influencée positivement par la bonne gouvernance nationale du pays d'accueil ;

H5b : l'activité des F&Ats sortantes du Maroc est positivement associée à la bonne gouvernance nationale du pays d'origine « Maroc » ;

H5c : L'activité des F&Ats entrantes au Maroc est influencée positivement par la bonne gouvernance nationale du pays d'accueil « Maroc » ;

H5d : L'activité des F&Ats au Maroc est influencée positivement par la bonne gouvernance nationale du pays d'origine.

2.2.1.2. Les relations internationales

Depuis le XXe siècle, l'histoire des flux économiques et commerciaux a été fortement influencée par les relations politiques des États (Desbordes et Vicard, 2009 ; N. Gupta et Yu,

2007a ; Keynes, 1919 ; Nigh, 1985 ; Pollins, 1989). En effet, les relations entre pays sont extrêmement importantes dans la prise de décision concernant les activités économiques et commerciales internationales. Bien qu'il ne s'agisse pas toujours d'un facteur décisif, il peut renforcer ou affaiblir l'effet d'autres facteurs d'influence (Fu, Yan, et Li, 2022).

Les discussions diplomatiques tentent d'améliorer le climat international des affaires (Ruël, Lee, et Visser, 2013) et d'influencer le choix de localisation des multinationales en créant un climat favorable à l'investissement (Zhang, Jiang, et Zhou, 2014).

La diplomatie est l'utilisation des relations et de l'influence des gouvernements pour faciliter le commerce international et les investissements entre gouvernements. Dans cette optique, les liens diplomatiques font des États les principaux agents des affaires. La diplomatie économique a deux objectifs. Le premier est l'expansion des intérêts économiques, tandis que le second est l'utilisation de l'économie ou du commerce pour compenser les faiblesses diplomatiques, politiques et militaires (Y. Li, 2019). La diplomatie économique réduit les coûts de transaction tout en encourageant les investissements (S. J. V. Moons et van Bergeijk, 2017, p. 337).

Plusieurs gouvernements poursuivent une stratégie de diplomatie économique, comme l'Arabie saoudite (Y. Li, 2019), la Chine (Chaziza, 2019 ; D. Sun et Zoubir, 2015), et les États-Unis (Skoryk, 2021). Selon Mouden et Azm (2018) ; Observatoire du monde arabo-musulman et du Sahel (2018) ; Sedki (2015), le Maroc a une forte diplomatie économique et commerciale depuis la création du ministère marocain de l'Extérieur le 26 avril 1956⁴⁵ jusqu'à présent⁴⁶.

Malgré l'essor de la diplomatie économique, la littérature scientifique analysant l'impact de la diplomatie sur les IDE dans les économies émergentes est limitée (J. Zhang et al., 2014) et dans les économies africaines est inexistante. Dans cette optique, nous avons choisi d'étudier l'influence de la diplomatie économique sur l'activité des F&Ats marocaines.

A. Affinité politique sur la question du Sahara occidental

Selon la littérature sur les relations internationales, l'attention s'est déplacée des pays de destination vers les liens politiques bilatéraux entre le pays d'origine et le pays cible (Bertrand,

⁴⁵ Dahir n°1-56-097 du 14 Ramadan 1375 (26 avril 1956).

⁴⁶ L'organigramme du Ministère des Affaires étrangères, de la coopération africaine et des Marocains résidant à l'étranger dispose de directions chargées de la promotion de l'économie et du commerce, notamment la direction de la coopération multilatérale et des Affaires économiques Internationales et une autre direction qui comprend une division chargée de la promotion économique et une autre division des études et de la coopération économique <https://www.diplomatie.ma/fr/structure>

Betschinger, et Settles, 2016 ; Sels, 2019). L'affinité politique entre les États influence le choix de localisation des IDE et les F&Ats (Damioli et Gregori, 2022 ; Yoon, Peillex, et Buckley, 2021). Jing Li, Meyer, Zhang, & Ding (2018), par exemple, découvrent que certaines nations d'origine préfèrent investir dans des pays d'accueil diplomatiquement amis.

Dans le contexte des pays émergents, de nombreuses études, prouvent par exemple que les entreprises chinoises, particulièrement, s'internationalisent davantage dans des pays politiquement proches. Parmi ces études, nous citons celles de Duanmu et Urdinez (2018) ; Jing Li et al (2018) et Sun et Liu (2019).

Dans le contexte des F&Ats, une étude portant sur 327 acquisitions transfrontalières réalisées par des entreprises chinoises entre 1997 et 2010, Li et Huang (2018) affirment que plus les liens diplomatiques entre la Chine et le pays d'accueil sont étroits, plus la probabilité de conclure une transaction est élevée. Dans une autre étude sur 7 302 transactions de F&Ats couvrant 48 pays entre le 1^{er} janvier 1990 et le 28 février 2010, John, Lin, et Qi (2016) découvrent que les relations politiques bilatérales ont un impact décisif sur les F&Ats, une augmentation d'un écart-type de l'affinité politique générant une augmentation de 23 % du volume des F&Ats et une augmentation de 44 % de la valeur totale des transactions. En travaillant sur un échantillon de 1 183 transactions de F&Ats entre 1999 et 2018, Fieberg, Lopatta, Tammen, et Tideman (2021) découvrent que plus l'affinité politique est faible, plus la probabilité d'une fusion est faible. Pas loin de la Chine, G. Park et Jung (2020) affirment que la diplomatie politique exerce une influence considérable sur l'IDE sud-coréen.

La diplomatie de la plupart des pays africains indépendants au XXe siècle avait de nombreux objectifs, dont celui de garantir l'intégrité territoriale. Dans les années 1970, le Maroc a occupé le Sahara occidental, remettant en cause l'intégrité des frontières coloniales (Constantinou, 2016). À cet égard, les relations étrangères du Maroc dans le monde ont été principalement fondées sur la reconnaissance du Sahara comme un territoire marocain et le refus littéral de la revendication du mouvement séparatiste du Polisario⁴⁷ (RASD). Le roi du Maroc Mohammed VI a déclaré dans son discours du 20 août 2022 que « la question du Sahara est le prisme à travers lequel le Maroc voit le monde ». Le Maroc tire sa souveraineté sur les terres

⁴⁷ Abréviation de Front populaire de libération de Saguia el-Hamra et Rio de Oro. Groupe de séparatistes politico-militaires luttant pour mettre fin au contrôle marocain de l'ancien territoire espagnol du Sahara occidental, dans le nord-ouest de l'Afrique, et gagner l'indépendance de cette région. Jusqu'à fin décembre 2022, le Polisario n'est reconnu que par 41, pays dont 19 en Afrique, 15 en Amérique latine et 7 autres pays, soit 21 % des pays dans le monde.

du Sahara, des allégeances des tribus sahraouies aux sultans marocains avant le colonialisme. Ces soi-disant relations juridiques démontrent que le Sahara n'a jamais été une (*terra nullius*⁴⁸).

Compte tenu de l'émergence de ce sujet à l'échelle politique et économique, nous nous attendons à ce que l'affinité politique sur la question de la marocanité du Sahara influence favorablement l'activité des F&Ats.

H6a : l'activité des F&Ats sortantes du Maroc est influencée positivement par la reconnaissance de la marocanité du Sahara par le pays d'accueil ;

H6b : l'activité des F&Ats entrantes au Maroc est influencée positivement par la reconnaissance de la marocanité du Sahara par le pays d'origine.

B. Nombre des représentations diplomatiques

Les ambassades, les consulats et les visites officielles sont autant de moyens pour les nations de communiquer entre elles (S. J. V. Moons et van Bergeijk, 2017), mais la fonction des ambassades s'est récemment éloignée de cette approche traditionnelle. Plusieurs organismes internationaux, dont la (CNUCED, 2011), ont dernièrement mis l'accent sur les liens entre les ambassades et les IDE ou les multinationales, arguant que les ambassades devraient assurer le suivi de l'investisseur une fois établi dans le pays d'accueil et assurer la coordination entre les investisseurs et d'autres agences dans le pays d'accueil. Selon FDI Intelligence (2012), les pays devraient inciter leurs ambassadeurs à être proactifs dans le ciblage des investisseurs.

La diplomatie économique manipule un large éventail d'institutions, dont les ambassades et les consulats. Rose (2007) a réalisé l'une des premières études visant à évaluer les conséquences macroéconomiques du réseau d'ambassades et de consulats généraux, affirmant que chaque consulat supplémentaire à l'étranger augmente le commerce bilatéral de six à dix pour cent. Parmi les études qui ont mis en évidence la relation entre le nombre des représentations diplomatiques et le commerce international, l'étude de van Veenstra, Yakop, et van Bergeijk (2011) qui énonce qu'une augmentation de 10 % du nombre d'ambassades et de consulats entraîne une augmentation des exportations de 0,5 à 0,9 %, l'étude d'Afman (2010) qui voit que l'ajout d'une ambassade ou d'un consulat au réseau diplomatique est comparable à une diminution des droits de douane ad valorem de 2 à 8 % (Afman, 2010). Les ambassades et les consulats sont de précieuses sources d'information sur les marchés internationaux. Ils ont

⁴⁸ Avis consultatif de la Cour internationale de justice sur l'affaire du Sahara occidental n° 75/10 du 16 octobre 1975.

également été utilisés comme outil pour lutter contre les restrictions commerciales (Yakop et van Bergeijk, 2011).

Comme cité ci-dessous, la majorité des études qui se sont intéressées à l'influence des ambassades et des consulats sur le commerce international se sont focalisées sur la composante des exportations. Malheureusement, les études sur l'impact des ambassades et consulats sur les IDE ou les F&Ats sont très peu. D'après Haar (2013), le nombre des ambassades et des consulats influence les investissements. Selon Du, Lu, et Tao (2008), la présence d'une ambassade ou d'un consulat peut favoriser les IDE, sur la base d'une étude portant sur 6288 entreprises américaines investissant dans diverses régions de Chine entre 1993 et 2001. Selon Rana et Chatterjee (2018), les ambassades et les consulats jouent un rôle politique, économique et commercial en stimulant les IDE et les exportations. Pásztor (2021) observe que plusieurs nations ont exprimé leur intérêt pour l'Afrique et ont choisi d'établir des postes diplomatiques supplémentaires dans la région. Selon le même auteur, la République tchèque, la Hongrie, la Pologne et la République slovaque estiment que les missions diplomatiques sont certes coûteuses, mais qu'elles peuvent aider efficacement les entreprises à trouver de nouveaux marchés d'exportation et d'investissement.

Nous nous attendons à ce qu'il y ait une association positive entre l'activité des F&Ats et le nombre des ambassades et des consulats bilatéraux. Dans ce sens, nous émettons deux (2) sous-hypothèses.

H7a : le nombre d'ambassades et de consulats bilatéraux entre le Maroc et le pays d'accueil a un impact positif sur l'activité des F&Ats sortantes du Maroc ;

H7b : le nombre d'ambassades et de consulats bilatéraux entre le Maroc et le pays d'origine a un impact positif sur l'activité des F&Ats entrantes au Maroc.

C. Les visites des dirigeants

Les visites de dirigeants sont un signal essentiel dans les relations internationales, que ce soit dans le domaine des affaires internationales, de la politique ou de la finance (Beaulieu, Lian, et Wan, 2020 ; Nitsch, 2007 ; Quer, Rienda, Andreu, et Miao, 2019 ; Wang et Stone, 2023). Cependant, Li, Meyer, Zhang, et Ding (2018) observent que, malgré leur importance sur la scène commerciale mondiale, les visites des dirigeants politiques ont reçu peu d'attention dans la littérature commerciale internationale.

Les pays signent généralement des accords commerciaux ou annoncent des projets et différents IDE lors de voyages officiels de leur pays d'origine vers des pays d'accueil (Camba, 2017 ; Quer, Rienda, Andreu, et Miao, 2019). Par exemple, Feenstra et Wei (2012, p. 551) affirment que les visites officielles sont un moyen de promouvoir les investissements chinois à l'étranger ; Donou-Adonsou et Lim (2018) affirment que « l'explosion des IDE chinois en Afrique est précédée par des visites de divers présidents en Afrique » ; et Nitsch (2007) affirme que la visite d'un dirigeant génère une augmentation de 8 à 10 % des exportations bilatérales.

Un certain nombre d'études ont établi un lien entre les visites de dirigeants et l'IDE. Dans un examen des relations sino-japonaises, Song, Chen, Tao, Su, et Peculea (2020) concluent que les visites de dirigeants peuvent ont augmenté considérablement les entrées et les sorties d'IDE. Park et Jung (2020) découvrent que les visites présidentielles sud-coréennes ont une influence favorable, mais non statistiquement significative sur l'IDE extérieur sud-coréen. Jin, Xiaohui, Yunxiong, et Tao (2021) remarquent que les IDE chinois dans l'ASEAN se développent en raison des visites de haut niveau et de l'amélioration des liens diplomatiques. D'autres études comme celles de Stone, Wang, et Yu (2022) et Kodila-Tedika et Khalifa (2023) concluent que les visites officielles ont un impact bénéfique statistiquement significatif sur l'IDE.

En matière des F&Ats, Aleksanyan, Hao, Vagenas-Nanos et Verwijmeren (2021) ont examiné l'impact de 1161 visites d'État effectuées par des chefs d'État de 19 pays visiteurs dans 49 pays hôtes entre 1990 et 2016 sur 11 531 transactions F&Ats, arguant que le volume des transactions transfrontalières entrantes dans les pays hôtes en provenance des pays visiteurs augmente de manière significative. Selon les statistiques, le volume des F&Ats augmente de 3,5 % l'année de la visite, puis de 2,9 %, 5,1 % et 3,5 % les trois années suivantes.

Au Maroc, la majorité des visites initiées par le Roi avait un impact sur plusieurs investissements et plusieurs projets. Au-delà du caractère amical ou de courtoisie, ces visites ont été soldées par la signature de nombreux accords bilatéraux ainsi que par le lancement de nombreux projets d'investissement (DEPF & AFD, 2018 ; Ocp Policy Center, 2016, p. 89) et la signature de plus de 1000 accords économiques, commerciaux et sécuritaires ont été signés (Abouzzohour, 2020). Par conséquent, on émet les sous-hypothèses suivantes :

H8a : le nombre des visites bilatérales de dirigeants politiques du Maroc et celles du pays d'accueil a un impact positif sur l'activité des F&Ats sortantes du Maroc ;

H8b : le nombre des visites bilatérales de dirigeants politiques du Maroc et celles du pays d'origine a un impact positif sur l'activité des F&Ats entrantes au Maroc.

D. Les formes de gouvernement partagé

Le risque politique est l'une des considérations que les investisseurs étrangers prennent en compte. Par leurs caractéristiques institutionnelles et leurs méthodes d'exercice de l'autorité, les formes de gouvernance transmettent le risque politique aux investisseurs étrangers potentiels (Awapara, 2015). Selon Asongu, Akpan et Isihak (2018), les systèmes politiques du pays d'accueil, tels que la monarchie, la démocratie, sont retenus comme variables explicatives des IDE entrants.

Cependant, la stabilité des monarchies dans la région MENA a suscité un énorme intérêt parmi les chercheurs, car avec la chute des républiques dans la région arabe, les monarchies sont restées stables et les habitants des royaumes se sont montrés plus conscients et plus confiants dans leurs dirigeants (Cause, 2015). Dans le même ordre d'idées, Yang (2007) constate que sur un échantillon de 134 pays sur la période 1983-2002, le type de régime de gouvernance n'influence pas l'IDE et que même les démocraties ne sont pas significativement associées à l'IDE.

Les interactions économiques et politiques internationales entre les monarchies ont reçu peu d'attention dans la recherche économique et politique, notamment dans la région du MENA (Rousselet, 2014). Le Maghreb a suscité l'intérêt des pays du golfe (Mezran et Henneberg, 2022). Depuis les années 1960, les liens religieux et politiques se sont renforcés à travers des relations cordiales et institutionnelles. Par exemple, le Royaume du Saoud a renforcé ses liens avec le Maroc⁴⁹ (Benis, 2019) grâce à une vision commune de l'avenir et grâce aux liens de sang nés des mariages entre les familles royales des pays du golfe et celles du Maroc⁵⁰. Les relations entre le Maroc et les Émirats arabes unis, en revanche, ont une longue histoire, qui remonte à 1972, lorsque le Maroc a été l'un des premiers pays à reconnaître l'union des Émirats arabes unis. C'est également au Maroc que l'actuel Président des Émirats arabes unis a étudié et travaillé pendant son adolescence (Jeune Afrique, 2022 ; Worth, 2020).

⁴⁹ Au premier anniversaire du couronnement du roi Hassan II, le roi Saud bin Abdelaziz Al Saud était son invité d'honneur.

⁵⁰ Al Walid ben Talal, prince saoudien, est le cousin du prince Moulay Hicham et Moulay Ismail et par ailleurs cousin de Mohamed Ben Salman, le prince héritier du royaume d'Arabie Saoudite.

Selon Aswik (2017, p. 103-116), le lien entre le Maroc et les pays du golfe a un fondement historique qui est renforcé par les IDE des monarchies du golfe. Rousselet (2014) affirme que la majorité des investissements au Maroc concernaient l'industrie immobilière et provenaient de la famille royale saoudienne. Les liens économiques entre le Maroc et le CCG, d'autre part, étaient principalement sous la forme de contributions (70 % des dons au Maroc en 2008 provenaient des pays du CCG⁵¹). Les pays du golfe appartenant au CCG ont vu dans la chute d'une des monarchies arabes durant le printemps arabe un effet domino pour leurs régimes. Dans ce sens, la décision du 13^e sommet consultatif de Riyad le 10 mai d'inviter les royaumes de Jordanie et du Maroc à l'adhésion au conseil en encourageant les investissements dans ce pays et en octroyant les dons.

Ces mécanismes de diplomatie économique et commerciale constituent un des atouts les plus redoutables pour pallier tout printemps arabe et renversement du système au Maroc. Les investissements réalisés par les fonds souverains, en revanche, sont contrôlés et dirigés par des familles monarchiques (Aizenman et Glick, 2009). Les décisions d'investissement de ces familles sont influencées non seulement par les gains économiques et financiers, mais aussi par les intérêts politiques (Malik, 2021). À cet égard, Freer (2019) considère l'étude de Hanieh (2018, p. 115) comme une preuve que les visions politiques convergentes des monarchies au Moyen-Orient, ainsi que les alliances politiques, ont un impact sur les décisions d'investissement du CCG. À la lumière de ces conclusions, nous pensons que les formes de gouvernement commun influencent favorablement l'activité des F&Ats.

H9a : les formes de gouvernement partagées ont un impact positif sur l'activité des F&Ats sortantes du Maroc ;

H9b : les formes de gouvernement partagées ont un impact positif sur l'activité des F&Ats entrantes au Maroc.

2.2.2. Institutions informelles

Les institutions informelles ont reçu peu d'attention de la part des chercheurs en commerce international vu qu'elles sont difficiles à conceptualiser (Dau et al., 2022). Les institutions informelles trouvent leur origine dans l'esprit et peuvent être retracées dans les valeurs culturelles, et elles commencent à prendre de l'importance dans le monde des affaires

⁵¹ Le projet de « TangerMed » a bénéficié en 2002 d'une subvention de 300 millions de dollars grâce au Fonds d'Abu Dhabi pour le développement en tant que don personnel de Sheikh Zayed.

internationales au cours de cette décennie (Mondolo, 2019) à cause de leurs émergences dans la compréhension des décisions d'internationalisation (Beugelsdijk, Kostova, Kunst, Spadafora, et van Essen, 2018). Plusieurs études n'ont pas permis de mieux comprendre les moteurs de l'IDE en raison du rejet de la variable institutionnelle, que ce soit dans les pays en développement (Bu, Luo, et Zhang, 2022) ou dans les pays émergents (Aibai, Huang, Luo, et Peng, 2019).

Le continent africain abrite diverses religions, dont les plus répandues sont l'islam et le christianisme (Gez, Beider, et Dickow, 2021 ; Pew Research Center's, 2015). Cette diversité des religions est susceptible de déclencher des conflits civils (Basedau et De Juan, 2008). L'Afrique compte également environ 2 000 langues indigènes (Wild, 2021), ainsi que des langues secondaires parlées par les ex-colonisateurs, principalement le français, l'anglais et l'espagnol (Are, 2013). Makino et Tsang (2011) ont aussi conservé l'histoire coloniale comme indicateur, car les liens historiques ne doivent pas être négligés dans tout examen global des décisions d'IDE, et l'Afrique reste le meilleur endroit pour les études sur l'influence de l'expérience coloniale sur les décisions d'acquisitions internationales (Ellis et al., 2018).

Nous mettons en exergue quatre variables fréquemment citées dans plusieurs travaux, à savoir la distance culturelle, la distance religieuse, la distance linguistique et finalement, les liens coloniaux. Notre étude est une analyse des distances entre le pays acquéreur et le pays cible. Cette analyse converge avec le commerce international qui est également l'étude des distances par excellence (Srivastava, Singh, et Dhir, 2020).

2.2.2.1. La distance culturelle

Selon l'hypothèse de la distance culturelle et la théorie, des coûts de transaction, les coûts et les risques des échanges interculturels augmentent à mesure que les différences culturelles entre deux entreprises s'accroissent (Boyacigiller, 1990 ; Hofstede, 1980). La fonction de la distance culturelle est fondamentale pour l'internationalisation des entreprises et constitue une facette du modèle d'Uppsala de Johanson et Vahlne (1977) et du paradigme OLI de Dunning et Lundan (2008).

De nombreuses décisions économiques et commerciales sont influencées par la distance culturelle (Alesina et Giuliano, 2015). Cette distance est prise en compte dans toutes les étapes et composantes du processus d'internationalisation, allant du choix de propriété IDE (Contractor, Lahiri, Elango, et Kundu, 2014), le pourcentage de la participation au capital,

Malhotra, Sivakumar, et Zhu (2011), aux résultats de performance (M. Liu, Su, Wang, et Huang, 2020, p. 3).

Il est souvent avancé que les différences culturelles peuvent être une source d'hostilité, de méfiance entre les membres des organisations qui sont l'objet de F&As (Cartwright et Cooper, 1993 ; Cooper et Cartwright, 1995 ; Stahl et Voigt, 2004). Dans le contexte des pays développés par exemple, Flores et Aguilera (2007), dans une étude sur la localisation à l'étranger de cent (100) multinationales américaines en 1980 et 2000, constatent que la distance culturelle joue un rôle négatif sur les IDE américains. Lucke et Eichler (2016), dans une étude sur 29 pays sources et 65 pays hôtes sur la période entre 1995 et 2009, voient que la distance culturelle est importante pour l'IDE et supposent que les différences culturelles entre le pays d'accueil et le pays d'origine constituent un obstacle à l'IDE.

Dans la région MENA, Roberts et Almahmood (2009) voient que la distance culturelle exerce une influence négative sur l'afflux d'IDE en Arabie Saoudite. Dans les pays émergents et particulièrement en Chine, la diversité culturelle inhibe les IDE (Feng, Yuan, et Yang, 2022). Buckley et al (2007) voient que les IDE sortants de la Chine sont négativement influencés par la distance culturelle.

L'influence de la distance culturelle sur les F&As a été également discutée par la communauté scientifique, que ça soit sur le plan de la performance, de la prise de participation ou du volume (Larsson et Finkelstein, 1999 ; F. Zhang, Xiao, Law, et Lee, 2020, p. 10). Par exemple, K. David et Singh (1994, p. 251) soutiennent que les différences culturelles représentent un risque pour les entreprises, vu qu'elles ajoutent des difficultés, des coûts et les risques associés aux contacts interculturels (Hofstede, 1980). Pour cette raison, Ye, Zhou, Jiang, et Liu (2023) incitent les managers à jouer un rôle préventif dans l'existence de frictions culturelles, car plus il existe de distance culturelle, plus la performance s'affaiblit. Ce constat a par ailleurs été partagé par Jiatao Li, Li, et Wang (2016) qui concluent l'existence d'association négative entre la distance culturelle et la performance des F&As.

Dans une étude fréquemment citée sur la relation entre la culture et le volume des F&As Ahern et al (2015) concluent, d'après un échantillon de 20 893 transactions sur 52 pays, que la distance culturelle influence négativement le nombre des F&As. En Amérique, Malhotra, Zhu, et Locander (2010) travaillent sur les acquisitions américaines entre 1990 et 2006 et soutiennent

que les entreprises américaines privilégient des cibles proches culturellement d’eux, alors que les Chinois cherchent des pays loin culturellement d’eux.

Dans le contexte des pays émergents, Fu, Cui, Fernandez et Zhao (2018) sur 1051 transactions de F&Ats opérées par des acquéreurs chinois entre 2000 et 2015 que les entreprises chinoises sont plus susceptibles de choisir le pays d’accueil avec une culture proche. Chand, Jiang et Zhao (2021), dans une étude sur 15 263 opérations de F&Ats réalisées entre 2008 et 2017, démontrent que le succès des F&Ats est négativement lié à la distance culturelle nationale.

Nous pensons que les multinationales choisiront des pays plus proches culturellement d’elles dans leurs stratégies de F&Ats. Dans ce sens, nous émettons nos deux sous-hypothèses dans le cadre des F&Ats au Maroc.

H10a : les F&Ats sortantes du Maroc sont influencées négativement par la distance culturelle nationale des entreprises cibles ;

H10b : les F&Ats entrantes au Maroc sont influencées négativement par la distance culturelle nationale avec les entreprises en provenance des pays d’origine.

2.2.2.2. La distance religieuse

La religion est une construction culturelle majeure qui entretient des liens importants avec les institutions informelles (Mondolo, 2019 ; Ronen et Shenkar, 2013). La religion est un facteur de distance qui attire la curiosité des universitaires et qui reste une variable recommandée pour des recherches plus approfondies (Dow et al., 2016). La question de la religion a été essentielle pour l’économie (M. Weber, 1930).

Selon Guiso, Sapienza et Zingales (2003), la religion a un impact sur la confiance qui influence l’investissement transfrontalier dans le monde multiculturel de l’investissement. D’autres études, comme celle de Prasad et Thenmozhi (2019), suggèrent que la religion peut avoir un impact sur les décisions d’internationalisation des multinationales.

Plusieurs études indiquent l’existence d’une association négative entre les flux IDE et la distance religieuse, par exemple Hong, Lee, Oh, et Shin (2022) ; Jimenez, Eren et Bayraktar (2020) ; Lucke et Eichler (2016) ; Nguyen (2019) ; Kellard, Kontonikas, Lamla, Maiani et Wood (2022).

Malgré leur rareté, les recherches axées sur l'association entre la religion partagée et les F&As ont produit des résultats impressionnants. « Le paradigme similarité-attraction de Byrne (1961) suggère que la similarité religieuse influence favorablement l'attraction dans les acquisitions transfrontalières », écrivent Dow et al (2016). Yan (2018) recense plus de F&As bilatérales entre deux pays avec une religion et un système juridique commun. Selon Y. Li et Sai (2020), la différence de religion a un impact négatif sur la réalisation des opérations de F&As. Ahern et al (2015) estiment que l'attrait de la similarité est plus probable lorsque les nations ont une religion commune. Y. Li et Sai (2020) approfondissent l'impact négatif de la diversité religieuse et voient qu'elle exerce un impact dès les négociations jusqu'à la réalisation des F&As en incluant des valeurs telles la confiance et la motivation.

D'après une étude sur 500 000 F&As et F&Ad dans 95 pays au cours de la période 1995-2015, Carril-Caccia, Garmendia-Lazcano, et Minondo (2022) voient que le partage d'une religion commune favorise les F&As. Le risque de la diversité religieuse a également été démontré par les travaux de Prasad et Thenmozhi (2019), qui ont découvert que les entreprises préfèrent le contrôle partiel lorsque les pays sont religieusement éloignés en raison de l'existence de risques et préfèrent partager les responsabilités et les coûts avec d'autres propriétaires entre 1980 et 2014.

Dans le contexte asiatique, les auteurs Liang, Li, et Li (2018) soutiennent que la religion commune promeut les F&As sortantes des pays émergents asiatiques, les acquisitions des pays non asiatiques vers les pays asiatiques et les acquisitions des pays développés vers les pays asiatiques dans une étude menée de 2000 à 2015 dans 13 pays émergents asiatiques. Sur la base d'un modèle de données expérimentales de terrain portant sur 411 membres du personnel malaisien multiconfessionnels, Kwok, Meschi, et Bertrand (2020) découvrent que la similitude religieuse facilite la confiance du personnel de l'entreprise cible dans le PDG de l'acquéreur et recommandent que les sensibilités confessionnelles soient prises en compte avant et après la F&A.

En Afrique, une étude narrative de K. M. Ellis et al (2015, p. 27) soutient que les F&As africaines ont également été compliquées par les différences religieuses et ethniques et ajoutent ainsi des niveaux de complexité supplémentaires à tout effort d'intégration, ce qui les rend très difficiles à élaborer.

À la lumière de ces conclusions, nous croyons que le partage d'une religion commune avec le pays partenaire influence positivement l'activité des F&Ats marocaines. En l'occurrence, deux sous-hypothèses peuvent être relevées.

H11a : les F&Ats sortantes du Maroc sont influencées négativement par la distance religieuse avec les pays cibles ;

H11b : les F&Ats entrantes au Maroc sont influencées négativement par la distance religieuse avec les pays d'origine.

2.2.2.3. La distance linguistique

Compte tenu de l'existence de frontières, de la variété linguistique et des acteurs linguistiques (gouvernement, institutions publiques, etc.), la langue est un autre facteur de la culture qui a été au cœur de l'activité économique internationale. Brannen, Piekkari, et Tietze (2014, p. 495-496) ; Tenzer, Terjesen et Harzing (2017) préconisent que les chercheurs intègrent la langue dans les sciences de gestion, car elle a longtemps été négligée (Lian, Sun, Xie, et Zheng, 2021).

Selon Johanson et Wiedersheim-Paul (1975), les différences linguistiques peuvent fausser les flux d'informations, créer de l'incertitude sur les marchés internationaux et contribuer à renforcer l'asymétrie de l'information. Selon D. E. Welch, Welch et Marschan-Piekkari (2001), les disparités linguistiques constituent un problème sérieux pour la gestion des multinationales.

Plusieurs études confirment l'existence d'association négative entre la distance culturelle et les Flux IDE. Par exemple, Musteen, Francis, et Datta (2010) ; (Konara et Wei, 2014) Aleksynska et Havrylchuk (2013) ; Ismail (2009).

Les F&Ats ont été également influencés par le facteur linguistique. Par exemple, Dow, Cuypers et Ertug (2016) constatent dans une étude sur 59 092 acquisitions transfrontalières réalisées entre 1995 et 2012 que la diversité linguistique au sein du pays d'accueil engendre l'incertitude comportementale et l'asymétrie d'information. Lian, Sun, Xie, et Zheng (2021) constatent l'existence des effets positifs significatifs des facteurs linguistiques, notamment la langue officielle commune, la langue parlée commune et la langue maternelle commune sur les F&Ats. Dans une étude sur 500 000 fusions entre 1995 et 2015, le partage d'une langue commune influence positivement les F&Ats (Bi, Ren, et Bao, 2020). Buckley, Yu, Liu, Munjal, et Tao (2016) soutiennent qu'entre 1985 et 2011, un langage commun influence le choix de

localisation des F&Ats mais pas le montant des investissements. Dans un travail fréquemment cité, di Giovanni (2005), rapporte également que la langue commune est très fondamentale pour les investissements en F&A. Li et Sai (2020) démontrent que la distance linguistique influence négativement sur la réalisation des acquisitions transfrontalières. Lee (2017) voit dans un travail sur 59 893 transactions 1985 et 2007 que l'activité des F&Ats est influencée positivement et de façon significative par la langue commune entre le pays hôte et le pays d'origine.

En Asie, Li, Duan, He, et Chan (2018) voient que les acquéreurs chinois obtiennent des RAs inférieurs lorsque la distance linguistique entre eux et les cibles est plus importante. Dans le contexte africain, Wilson et Bala (2019) démontre que la langue commune exerce impact positif et significatif sur son échantillon compris entre 2000 et 2014. Dans une autre étude, Anwar et Mughal (2017) démontrent que les F&Ats sortantes de l'Afrique du Sud sont influencées positivement par la langue commune. Curieux pas la discussion ci-dessous, nous élaborons nos deux sous-hypothèses.

H12a : les F&Ats sortantes du Maroc sont influencées négativement par la distance linguistique avec les pays cibles ;

H12b : les F&Ats entrantes au Maroc sont influencées négativement par l'existence d'une distance linguistique avec les pays d'origine.

2.2.2.4. Histoire coloniale

North (1990) considère les relations historiques comme un cadre institutionnel important. Selon Jones et Khanna (2006, p. 453) et Makino et Tsang (2011), l'utilisation de cadres historiques dans l'étude des affaires internationales est urgente et idéale pour une meilleure compréhension des phénomènes des IDE. L'intérêt apporté à l'histoire coloniale s'explique principalement par le fort potentiel de la colonisation à produire des institutions formelles et informelles (Glaister, Driffield, et Lin, 2020) et à réduire les couts intrinsèques de l'internationalisation (Rangan et Drummond, 2004). Dans cette optique, toutes les données présentées suggèrent que le passé colonial de la nation devrait la rendre plus susceptible que le pays d'origine d'investir dans le pays d'accueil (Garrett, 2016).

Plusieurs études ont ainsi mis en relief l'existence des liens positifs entre l'IDE et le passé colonial, à l'instar des études de Glaister et al (2020) ; Mhlanga et al (2010) dans le contexte africain et l'étude de Nguyen et Ciešlik (2021) dans le contexte asiatique. Dans leurs relations

avec les F&Ats, plusieurs auteurs, dont Chowdhury et Maung (2018), Hyun et Kim (2010) trouvent que les liens coloniaux antérieurs atténuent les obstacles du gouvernement hôte et sont positivement liés aux F&Ats entrants des colonisateurs vers les anciennes colonies. Riad et Vaara (2011) concluent que les liens coloniaux affectent probablement les F&Ats sous prétexte que les acquisitions étrangères portent une aura inhérente de domination et de conquête.

L'Afrique est un contexte approprié pour l'étude de l'influence des relations coloniales sur les F&Ats en raison de la récence et la nature des expériences coloniales (Ellis et al., 2018). K. M. Ellis et al. (2015) soutiennent que les entreprises en provenance des pays ayant d'anciens liens coloniaux, sont dotées d'une meilleure compréhension des institutions locales en raison de similitudes dans la langue et éventuellement la religion. Dans un article d'Ibrahimi et Liassini (2021), les auteurs constatent que la majorité des acquéreurs des cibles au Maroc proviennent de l'Espagne et de la France qui sont des puissances ex-colonisatrices du Maroc. Cependant, Liou et Rao-Nicholson (2017) soulignent que le lien colonial a une influence négative sur la performance des acquéreurs africains dans le cadre des F&Ats et a un impact négatif sur les activités transfrontalières des entreprises sud-africaines dans les pays développés.

Le Maroc est une ancienne colonie franco-espagnole (Cañabate Pérez, 2014 ; CIA World factbook, 2023 ; Vermeren, 2016). Le pays a été influencé par son ex-colonisateur à travers plusieurs aspects comme la langue, l'éducation et même les institutions publiques (Lmustapha, 2023). D'après l'Office des changes (2023), la France est le pays d'origine qui effectue le plus grand nombre d'IDE en valeur entre 2005 et 2022. Toutefois, l'Espagne est le quatrième plus grand investisseur au Maroc durant la même période. En effet, l'héritage institutionnel (Bessac-Vaure, 2016, p. 1912-1936) à l'instar de la loi civile (Vairel, 2007) ainsi que la formation des élites dirigeantes qui travaillent fréquemment en français (Vermeren, 2011).

Dans ce sens et à la lumière des études et des propos cités dans le cadre de l'influence du passé colonial sur les IDE, le commerce et les F&Ats, nous proposons les sous-hypothèses suivantes :

H13a : les F&Ats sortantes du Maroc sont influencées positivement par le passé colonial avec les pays cibles ;

H13b : les F&Ats entrantes au Maroc sont influencées positivement par l'histoire coloniale avec les pays d'origine.

Section 2. Théories et hypothèses des déterminants de création de valeur dans les F&As transfrontalières

Il semble que le dernier demi-siècle d'histoire de la théorie financière puisse être divisé en trois écoles de pensées qui sont la finance ancienne, la finance moderne et la nouvelle finance (Haugen, 1998; Ramiah, Xu, et Moosa, 2015). L'école financière classique s'intéressait à la nature des créances financières et à l'interprétation des comptes financiers. La finance moderne s'intéresse à l'évaluation et à la valorisation des actifs à la lumière d'un comportement économique rationnel, il s'agit de la première révolution financière néoclassique, qui a débuté dans les années 1960 avec exemple le modèle d'évaluation des actifs financiers et la théorie des marchés efficients, et s'est poursuivie dans les années 1970 avec le modèle intertemporel d'évaluation des actifs financiers et la théorie d'évaluation des options basée sur l'arbitrage. La nouvelle philosophie financière, qui a vu le jour dans les années 1980 avec des enquêtes sur les racines de la volatilité sur les marchés financiers, traite les marchés inefficaces en grande partie par l'utilisation de modèles comportementaux.

La finance moderne servira de cadre à notre recherche, puisque les managers doivent constamment prendre en compte les intérêts des actionnaires, surtout en présence de marchés efficients et de réflexes actionnariaux. La « théorie du capitalisme managérial » de Marris (1964), qui a soutenu cette thèse, affirmait que même si les dirigeants visaient à maximiser la croissance de leur entreprise, la possibilité d'être rachetés puis licenciés leur interdisait de négliger complètement les intérêts des actionnaires. Dans le cadre de la finance moderne, nous sommes en train d'étudier l'évolution du prix des actions des entreprises engagées dans l'opération de F&A. Dans ce sens, il nous paraît inéluctable de mener notre étude sous l'hypothèse de marchés efficients semi-forts. Sous l'hypothèse de marchés efficients, la rentabilité des marchés boursiers, qui mesure la fluctuation relative du prix des actions, nous permet d'estimer la valeur créée ou détruite par une entreprise au cours d'une période donnée.

Indubitablement, la question de la création de valeur demeure l'une des problématiques les plus complexes dans le domaine de la finance de marché, suscitant un vif intérêt parmi les universitaires et les praticiens. Après avoir abordé l'importance de la théorie du signal de Spence (1973) à la page 72 et celle de l'efficacité des marchés de Fama (1991) ; Fama et al. (1969) à la page 73, nous explorons à présent les courants majeurs de la pensée financière qui expliquent la création de valeur dans le marché boursier, notamment les écoles néo-classique

et comportementale, afin de mieux comprendre les déterminants de création de valeur boursière autour de l'annonce de l'opération de F&A dans la BVC.

1. Principales écoles théoriques de création de valeur boursière

La littérature identifie deux grandes écoles d'explication de création et de destruction de valeurs chez les actionnaires. Ces deux écoles de pensée sont l'école néoclassique et l'école comportementale (Ibrahimi et Amine, 2020 ; Mueller et Yurtoglu, 2007).

En général, la pensée néoclassique suppose que les marchés sont efficaces, que les dirigeants travaillent à la maximisation de la richesse des entreprises et que les fusions créent des RAs positifs. Ahern et Weston (2007) qualifient cette école de « The Good ». L'école comportementale considère les fusions comme des écarts par rapport aux forces économiques néoclassiques et les attribuent aux incitations personnelles des administrateurs qui ne sont pas en ligne avec les intérêts des actionnaires (Jensen, 1986 ; Roll, 1986) ce qui pousse Ahern et Weston (2007) à la qualifier de « The Ugly », vu que les F&As dans ce cas, peuvent être destructrices de valeur (Sudarsanam, 2010).

1.1. L'école néoclassique

La théorie néoclassique des F&As suggère que les dirigeants entreprennent des acquisitions afin de maximiser les bénéfices des actionnaires. L'entreprise néoclassique « The Nature of the Firm » de Ronald Coase en 1937 part du principe que l'entreprise cherche invariablement à maximiser son profit. Nous manipulons dans le cadre de cette école cinq théories fréquemment citées par la littérature.

L'école de pensée néoclassique comprend cinq (5) hypothèses fréquemment cités dans le cadre de la création de valeur actionnariale. (1) La théorie de maximisation de la valeur de Manne (1965) ; (2) la théorie du marché du contrôle des entreprises de Jensen et Ruback (1983) ; (3) la théorie de l'intendance de Donaldson et Davis (1991) ; (4) théorie d'apprentissage organisationnel de Levitt et March (1988) et (5) hypothèse de protection des investisseurs.

1.1.1. La théorie de maximisation de valeur

La maximisation de valeur développée par Manne (1965) voit que les dirigeants travaillent pour maximiser le profit des actionnaires et que ces dirigeants sont disciplinés par une OPA si jamais ils ont des cours boursiers bas et ne contribuent pas à la création de richesse. D'un autre

côté, Powell (1997) suggère que quand les dirigeants n'optent pas pour la maximisation de la richesse actionnariale, ils peuvent freiner ou ne pas donner suite à une demande de F&A ou à conduire à des acquisitions hostiles (Shleifer et Vishny, 1988).

1.1.2. La théorie du marché du contrôle des entreprises

La théorie du marché du contrôle des entreprises développées par Jensen et Ruback (1983). Jensen et Ruback (1983) suggèrent que le marché des OPA constitue un champ sur lequel s'affrontent les équipes managériales pour contrôler les actifs des entreprises et détaillent leurs idées en précisant que quand l'acquisition d'une cible est faite, le pouvoir de contrôler ses ressources est transmis aux cadres supérieurs de l'acquéreur. Selon ce point de vue, la principale cause de l'activité d'acquisition est la concurrence elle-même. Cependant, deux résultats sont possibles d'après Yaghoubi, Yaghoubi, Locke et Gibb (2016). Premièrement, les dirigeants peuvent agir pour maximiser la richesse des actionnaires, conformément à la théorie néoclassique des fusions. Ensuite, les dirigeants peuvent poursuivre leurs propres intérêts, même si leurs actions nuisent aux actionnaires. Cette dernière possibilité est une hypothèse de la théorie des coûts d'agence des fusions. Nous éliminons cette théorie vu l'absence des acquisitions hostiles sur le marché des F&A au Maroc⁵² et qui en sont une condition inéluctable pour cette théorie.

1.1.3. La théorie de l'intendance

La théorie de l'intendance (*stewardship theory*) de Donaldson & Davis (1991) fait que les dirigeants n'ont aucun conflit inhérent avec le principal. Les dirigeants sont considérés comme des personnes dignes de confiance cherchant avant tout l'intérêt collectif et celui de l'organisation. Dutta, MacAulay et Saadi (2011) considèrent que les PDG puissants ne prennent pas des décisions destructrices de valeur et les présidents directeurs généraux (PDG) ayant plus de pouvoir font plus d'acquisitions. Cependant, Zhou, Dutta et Zhu (2020) voient que des PDG dignes de confiance et ayant un mandat de longue durée génèrent plus de valeur pour les actionnaires.

1.1.4. Théorie d'apprentissage organisationnel

Plusieurs efforts ont été fournis afin d'intégrer la théorie d'apprentissage aux modèles traditionnels néoclassiques (Dierkes, 2003). Nous intégrons la littérature sur l'apprentissage

⁵² Données de Refinitiv et Zephyr

organisationnel (par exemple, Levitt et March, 1988 ; March, 1991) à des recherches antérieures sur les effets des expériences internationales antérieures (Kostova, 1999) pour prédire les comportements des entreprises multinationales en matière de F&As. En s'appuyant sur la théorie de l'apprentissage organisationnel, les chercheurs fournissent des preuves du concept de "transferts proches" (Perkins et Salomon, 1999) et affirment que les déductions tirées d'une expérience similaire améliorent les performances ultérieures (Basuil et Datta, 2015). La répétition des tâches de F&As au fil du temps entraîne un certain apprentissage et donc une amélioration des performances (Field et Mkrtchyan, 2017).

1.1.5. Hypothèse de protection des investisseurs

LaPorta et al. (1998) émettent l'hypothèse que les pays où la protection des investisseurs est faible peuvent avoir des mécanismes de gouvernance d'entreprise de substitution, et constatent une plus forte concentration de la propriété dans les pays où le niveau de protection des investisseurs est le plus faible. Les investisseurs recherchent des destinations sûres pour placer leur argent. En conséquence, tout investisseur envisagera de placer ses fonds dans des endroits où il est assuré que la réglementation nationale le protégera. D'après Feito-Ruiz et Menéndez-Requejo, (2011) ; Rossi et Volpin (2004) les pays avec un environnement juridique et institutionnel solide connaissent une grande activité de F&As, car elle garantissent un grand degré de transparence et de protection des actionnaires.

1.2. L'école comportementale

La théorie comportementale en finance analyse l'influence des comportements humains, des émotions, et des biais psychologiques sur les prises de décision financières et les dynamiques de marché. D'après Mueller et Yurtoglu (2007), les F&As sont considérées comme des opportunités de création de richesse dans les théories néoclassiques, mais les théories comportementales analysent la perte de valeur due aux F&A en s'appuyant sur plusieurs hypothèses. Dans le cadre de l'école comportementale identifions six hypothèses.

L'école comportementale identifie six hypothèses explicatives de création/destruction de valeurs. (1) l'hypothèse de discrétion managériale de Mueller (1969) ; (2) l'hypothèse de l'hubris de Roll (1986) ; (3) l'hypothèse de la gestion inefficace d'Asquith et Kim (1982) et Malatesta (1983) ; (4) l'hypothèse de non-maximisation de la valeur de Halpern (1973, 1983) ; (5) l'hypothèse de surévaluation de Shleifer et Vishny (2003) et finalement l'hypothèse de la durée de mandat issue de la théorie d'agence de Jensen et Meckling (1976).

1.2.1. Hypothèse de discrétion managériale

L'hypothèse de discrétion managériale de Mueller (1969) soutient que la poursuite des managers de leurs propres d'objectifs, autres le bien-être des actionnaires, influence négativement les actionnaires. Dans l'hypothèse de discrétion managériale, la prime de l'offre des managers ne reflète pas un gain attendu de la fusion, mais représente simplement le prix à payer pour conclure l'opération (Mueller et Sirower, 2003). Dans la même perspective, en absence de synergies ou d'autres gains résultant de la fusion et en fixant correctement le prix de la société cible par le marché avant la fusion, chaque dollar que l'acquéreur paie aux actionnaires de la société cible au-dessus de ce prix est une perte en dollars pour les actionnaires de la société acquéreuse.

1.2.2. Hypothèse de l'hubris

L'hypothèse de l'hubris « Orgueil démesuré » a été présentée par la première fois par Roll (1986). L'hubris est un trait de personnalité marqué par un excès de confiance extrême ou hasardeux ou par une fierté arrogante. Mueller et Sirower (2003) la surnomme la malédiction des gagnants, c'est-à-dire que quand les acquéreurs estiment suite à une erreur d'évaluation et d'estimation de gain que le prix de l'actif aux enchères vaut plus que le prix de l'actif connu par l'ensemble des soumissionnaires. Les cadres arrogants pensent qu'ils sont supérieurs aux autres cadres pour ce qui est d'identifier les perspectives intéressantes de fusion Mueller et Sirower (2003).

1.2.3. Hypothèse de la gestion inefficace

Asquith et Kim (1982) et Malatesta (1983) ont établi la théorie de la gestion inefficace. Cette théorie postule que les F&As peuvent également être considérées comme une réponse à une gestion inefficace. Les investisseurs les considèrent comme une réaction à une situation dans laquelle la direction dominante a adopté des politiques inefficaces, faisant de l'entreprise une cible d'achat.

Les entreprises gérées de manière inefficace sont achetées par des soumissionnaires qui pensent pouvoir générer de meilleurs flux de trésorerie futurs avec les ressources actuelles de l'entreprise (Danbolt, Siganos, et Tunyi, 2016). Tunyi, Ntim et Danbolt (2019) découvrent que quand les dirigeants échouent en termes de rentabilité comptable et de succès boursier sont plus susceptibles d'être remplacés à cause de leurs gestions inefficaces.

1.2.4. Hypothèse de la non-maximisation de la valeur

Cette hypothèse a été présentée par Halpern (1973, 1983) et tire son raisonnement d'absence de gains économiques pour les entreprises qui fusionnent. Selon lui, les F&A sont dus à d'autres motifs cachés loin du motif financier. Les entreprises acheteuses peuvent vouloir maximiser leur part de marché, pénétrer un nouveau marché ou s'étendre à une nouvelle région (Georgiev, 2006).

1.2.5. Hypothèse de la surévaluation

Il est reconnu depuis longtemps à travers le travail de Nelson (1959) que l'activité d'acquisition atteint un pic dans les périodes dans lesquels les valorisations boursières sont élevées à travers. Dans le même sens, Shleifer et Vishny (2003) et Rhodes-Kropf et Viswanathan (2004) ont fourni deux modèles qui prédisent que les entreprises sont plus susceptibles d'acheter d'autres entreprises en utilisant des actions lorsqu'elles sont surévaluées. Shleifer et Vishny (2003) supposent que les dirigeants sont conscients que leurs actions sont surévaluées et veulent protéger leurs actionnaires de la perte de richesse qui surviendra lorsque les estimations du marché seront ramenées à leurs niveaux justifiés.

1.2.6. Hypothèse de mandat du dirigeant

Les chercheurs ont utilisé la durée d'occupation du poste de PDG comme indicateur de divers aspects de la nature et du comportement des PDG (Darouichi et al., 2021). La recherche sur la durée d'emploi des PDG s'inscrit dans une longue tradition de recherche sur les PDG en général. Une grande partie de cette attention vient certainement du fait que ces personnes sont perçues comme les principaux décideurs dans les entreprises qui représentent la majeure partie de l'activité économique dans les économies modernes (M. Bertrand, 2009).

Selon Zhou et al. (2020) le point de vue dominant présenté dans la littérature, les PDG de longue date sont susceptibles d'être enracinés et d'avoir une vision myope de l'environnement commercial. Cela peut conduire à de mauvaises décisions en matière de F&As et détruire la valeur actionnariale (voir par exemple, Audia et al., 2000; Shleifer & Vishny, 1989; Westphal et Zajac, 1995; Zajac et Westphal, 1996).

Après avoir abordé les différentes écoles de pensée qui expliquent la création de valeur, la deuxième sous-section aborde les différentes hypothèses relatives aux déterminants de la création de valeur.

2. Hypothèses relatives aux déterminants de la création de valeur

Cette deuxième partie de notre recherche, vise à examiner les hypothèses relatives à la création de valeur chez les actionnaires des entreprises partantes en F&At. Pour le faire, nous examinons en premier lieu la performance générale, par la suite, nous essayons de décrypter l'éventuelle existence d'une fuite d'information avant l'annonce de l'opération de F&At sur la BVC et finalement, nous testons les différentes hypothèses relatives aux déterminants de création de valeur boursière.

En termes de performance globale, notre premier objectif est de rapprocher la création de richesse des deux groupes d'actionnaires des entreprises, à savoir, les entreprises acquéreuses et les entreprises cibles. Notre deuxième objectif est d'essayer de détecter d'éventuelles fuites d'informations et en l'occurrence la probabilité d'existence d'un délit d'initié. Dernièrement, notre objectif est d'étudier l'influence des déterminants afférents à l'entreprise et au pays dans la création de valeur boursière.

2.1. Performance globale

Les actionnaires sont, à juste titre, prudents lorsque les conseils d'administration se penchent sur les restructurations d'entreprises. L'incertitude de gagner ou de perdre justifie leur scepticisme. Les F&Ats sont des événements propres à l'entreprise qui sont considérés comme un changement important dans la stratégie de l'entreprise ; ce changement entraîne une réaction interchangeable du marché boursier et des actionnaires (Tao, Liu, Gao, et Xia, 2017). La création de valeur actionnariale reste l'une des questions les plus controversées dans les milieux scientifiques ainsi que dans la presse économique, en particulier dans le contexte des F&As (Alexandridis, Antypas, et Travlos, 2017 ; Lubatkin, 1988). La création de la richesse actionnariale est inextricablement liée à la chronologie du marché. Cette chronologie se divise principalement en trois étapes : pré-annonce, annonce et post-annonce.

La création de valeur étudiée dans cette thèse se fait sur le marché boursier. Ce marché est composé d'un certain nombre d'investisseurs à la rationalité contrainte qui recherchent activement des signaux sur l'exposition au risque de l'entreprise afin de réduire l'asymétrie d'information et de produire de la valeur. En ce sens, nous utilisons la théorie des signaux de Nelson (1970) et Spence (1974), qui répond à la théorie sous-jacente de l'asymétrie de l'information d'Akerlof (1970) et répond également au travail de Stiglitz (2002).

Conformément aux différentes méthodologies citées par Bruner (2002) pour mesurer la rentabilité, à savoir les études d'événements et à l'instar du travail de Tao, Liu, Gao, et Xia (2017), nous utilisons la théorie du signal pour prédire comment les investisseurs réagiront à l'annonce de la F&A. Conformément à Reddy, Qamar, et Yahanpath (2019), nous utilisons les RAs dans les études d'événements parce que les techniques quantitatives permettent une analyse statistique, qui produit des niveaux de confiance pour accepter ou rejeter les hypothèses.

Pour analyser les réactions des investisseurs et des marchés boursiers aux annonces de la F&A, et donc de déterminer la rentabilité d'une telle activité et l'influence d'un événement spécifique sur la valeur des actifs à court et à long terme. L'étude d'évènement s'avère le choix sage et intelligent. L'approche événement, comme citée avant, est un instrument solide qui évalue l'impact financier des changements dans la politique de l'entreprise. Cette approche vise à prédire l'impact d'un événement sur les performances de l'entreprise (Fama, Fisher, Jensen, et W. Roll, 1969). Les études d'événements reposent sur le principe d'un marché efficient, dans lequel les cours des actions représentent toutes les informations accessibles au public sur les bénéfices futurs (Klein, 2020). Les études à court terme sont jugées plus crédibles que les études à long terme, car l'entreprise est plus susceptible d'être influencée par des variables autres que l'acquisition à mesure que l'horizon temporel s'allonge.

Dans la plupart des cas, la création de richesse chez les actionnaires est difficile à prévoir (S. Cartwright et Schoenberg, 2006). La plupart des études sur la création de richesse pour les actionnaires dans les opérations de F&As examinent les rendements moyens pour les actionnaires des sociétés acquéreuses et acquises individuellement et concluent que les fusions augmentent ou diminuent la richesse (Mueller et Sirower, 2003). Il n'y a actuellement pas d'accord sur les effets des annonces de F&A sur la création de valeur, et les conclusions dépendent principalement du cadre de l'étude (Ibrahimi et Taghzouti, 2014; Scholtens & Wit, 2004), de l'horizon temporel (Alexandridis, Petmezas, et Travlos, 2010 ; Bruner, 2002 ; Kyriazis, 2010 ; Siew Peng et Isa, 2012) et de la distribution géographique (Otto, Sampaio, et Silva, 2021).

En règle générale, les acquéreurs s'attendent à ce que l'annonce de la F&A entraîne une forte réaction des marchés financiers, ce qui se traduirait par des rendements anormalement positifs sur leurs actions. Lorsque la réaction du marché génère des rentabilités anormales positives, il y a création de valeur à court terme pour les actionnaires (Cho et Ahn, 2017) sinon il s'agit de la destruction de valeur (King, Dalton, Daily, et Covin, 2004).

Dans les pays développés et particulièrement aux États-Unis d'Amérique qui sont le leader sur le marché international des F&As. Plusieurs études prouvent la création de richesse auprès des acquéreurs et des cibles (Dodd et Ruback, 1977). Des études comme celles d'Hassan, Patro, Tuckman et Wang (2007), Jaffe, Jindra, Pedersen, et Voetmann (2015) soutiennent la création de richesses auprès des entreprises acquéreuses. Toutefois, en comparant la création de richesse des actionnaires des entreprises acquéreuses avec les actionnaires des entreprises cibles impliquées dans les F&As, nous constatons également à travers des études de Scholtens et Wit (2004) détaillées ci-dessous que les actionnaires cibles dégagent des rendements excédants ceux des actionnaires des acquéreurs.

Dans l'industrie pharmaceutique, Hassan, Patro, Tuckman, et Wang (2007), en évaluant les RAs à court terme dans 405 transactions (315 F&Ads et 90 F&Ats) réalisées entre 1981 et 2004, ont constaté que les fusions avec des cibles basées aux États-Unis ne sont pas destructrices de valeur et que les acquéreurs sur le marché américain créent des RACs positifs.

D'après une étude sur la création de richesses auprès des actionnaires des entreprises acquéreuses cotées aux New York Stock Exchange, American Stock Exchange, entre 1981 et 2012, Jaffe, Jindra, Pedersen, et Voetmann (2015) constatent que les rendements d'annonce sont significativement positifs pour les acquéreurs de filiales et des rendements d'annonce significativement négatifs pour les acquéreurs de cibles cotées.

Finalement, dans une autre étude analysant l'effet d'annonce des grandes F&As bancaires sur les marchés boursiers européen et américain entre 1990 et 2000 (61 acquéreurs et 61 cibles en Amérique) (20 acquéreurs et 17 cibles en Europe) avec une fenêtre quotidienne retenue de $[-3, +31]$, Scholtens et Wit (2004) constatent que pendant la période d'annonce, les rendements des banques cibles sont positifs et en hausse, mais la proportion des rendements de la cible et du soumissionnaire n'est pas la même pour les deux marchés, dans le sens où les réactions sur le marché américain sont clairement plus prononcées que celles en Europe.

L'analyse de la création de richesse dans le contexte européen analysé ci-dessous, révèlent l'existence d'études importantes prouvant la création de richesse auprès des actionnaires d'entreprises acquéreurs, à commencer par Mateev (2017) et Andriuskevicius (2019). Néanmoins, d'autres études rapprochant la création de richesse des actionnaires acquéreurs avec les actionnaires cibles prouvent que les actionnaires cibles génèrent des RAs supérieurs

aux actionnaires acquéreurs, à savoir les travaux de Campa et Hernando (2004) ; Goergen et Renneboog (2004) ; Beitel, Schiereck, et Wahrenburg (2002) ; Teti et Tului (2020).

Mateev (2017) exploite un échantillon de 2 823 acquisitions européennes (38 pays européens) annoncées entre 2002 et 2010, pour examiner l'effet des annonces de F&As sur les rendements boursiers des sociétés acquéreuses situées en Europe continentale et au Royaume-Uni et constate que premièrement, les annonces de F&Ats et F&Ads en Europe sont perçues positivement par les actionnaires des entreprises acquéreuses. Deuxièmement, l'annonce des F&Ats en Europe centrale génère des RA plus élevés que l'annonce de F&Ads 1,15 % pour les transactions transfrontalières contre 0,90 % pour les transactions nationales pendant la fenêtre d'événement [-1, +1]. Finalement, l'auteur a rapporté les mêmes résultats dans un échantillon de transactions au Royaume-Uni (1,26 % pour les F&Ats contre 0,77 % pour les F&Ads).

Une étude réalisée par Andriuskevicius (2019) sur 3 040 transactions impliquant des entreprises européennes (Royaume-Uni, 1 490 transactions) (Suède, 282 transactions) (France, 201 transactions) (Italie, 186 transactions), (Espagne, 125 transactions) et (Allemagne, 121 transactions) entre 2004 et 2017 que les F&As augmentent la valeur de la société acquéreuse. Les actionnaires de l'entreprise acquéreuse subissent une augmentation statistiquement importante du prix de l'action de 7,08 % au cours de la période de trois jours entourant la date de la transaction. La fuite d'informations préalables à l'annonce d'une transaction n'est pas un problème.

En Europe toujours, le rapprochement entre la création de richesse chez les acquéreurs et chez les entreprises conclut que la richesse chez les entreprises cibles dépasse celle chez les acquéreurs. À commencer par l'étude de Campa et Hernando (2004) qui remarque, à partir de 262 transactions intraeuropéennes (UE) entre 1998 et 2000, que les actionnaires de l'entreprise cible reçoivent en moyenne un rendement anormal cumulé statistiquement significatif de 9 % dans une fenêtre d'un mois centrée sur la date d'annonce. Cependant, les RACs des acquéreurs ne sont pas significativement différents de zéro avec des rendements des acquéreurs négatifs dans près de 55 % des transactions de F&Ats.

Dans la même perspective de rapprochement, d'après un échantillon intraeuropéen (18 pays européens) cumulant 139 transactions entre 1993 et 2000, Goergen et Renneboog (2004) constatent des effets d'annonce de 9 % pour les entreprises ciblées, contre un effet d'annonce statistiquement significatif de seulement 0,7 % pour les acquéreurs. En outre, plus il y'a une

entreprise britannique impliquée dans la transaction, les RAs sont plus élevés que ceux des offres impliquant à la fois une cible et un acquéreur d'Europe continentale et constatent également que les RACs afférents aux actionnaires cibles sont supérieurs à ceux des actionnaires des acquéreurs pour les différentes fenêtres. Cette création de richesse est justifiée par la recherche des synergies et l'augmentation des valeurs des entreprises fusionnées.

Beitel, Schiereck et Wahrenburg (2002) constatent dans une étude sur 98 opérations de F&As réalisées par des banques européennes entre 1985 et 2000 que les actionnaires des cibles gagnent, dans toutes les fenêtres d'événements analysées, en enregistrant un RAC significativement positif.

Teti et Tului (2020), à travers une étude entre 1997 et 2017 pour un échantillon mondial d'entreprises d'infrastructure cotées dans les pays développés et les pays en développement, soutiennent que dans toutes les fenêtres d'événements considérées, les entreprises acquéreuses obtiennent des RAs positifs qui ne sont pas statistiquement significatifs. Cependant, les sociétés cibles dégagent des rendements anormaux moyens cumulés (RAMCs) positifs et statistiquement significatifs. Les RAs dans les fenêtres d'événements [-2, +2], [-5, +5] et [-15, +15] sont significatifs à 1 %, tandis que les RAs dans les fenêtres d'événements [-1,0] et [0, +1] sont statistiquement significatifs à 5 %. Le jour zéro, les cibles gagnent 3,4 %.

La création de valeur dans les F&As dans la région MENA intriguent également plusieurs chercheurs, car les F&As dans cette région prolifèrent, particulièrement à cause d'Israël, Émirats arabes unis, Qatar et l'Arabie Saoudite (Refinitiv, 2019). À cet égard, plusieurs études ont mis en exergue la probabilité de création de richesse auprès des actionnaires des entreprises impliquées dans la F&A. Parmi ces études, nous citons ci-dessous celles de Sindi, Bany-Ariffin, Razak et Kamarudin (2021) ; Nadisah et Kamilah (2018) ; A.Elhakeem et Elgiziry (2016) ; Ferchichi et Souam (2015) et finalement Ibrahim et Amine (2020) qui ont prouvé une création de richesse chez les actionnaires d'entreprises acquéreuses. Toutefois, confrontés aux RAs des actionnaires d'entreprises cibles, certains auteurs comme Ibrahim, Amine et Taghzouti (2021) concluent que les entreprises cibles génèrent des RAs supérieurs aux acquéreurs.

Sindi, Bany-Ariffin, Razak, et Kamarudin (2021) constatent des résultats mitigés après un travail sur 35 banques acquéreuses cotées en bourses dans la région MENA, entre 2000 et 2012 et en exploitant trois fenêtres différentes, à savoir 3, 5 et 11 jours. Par exemple, trois banques ont connu un rendement anormal négatif statistiquement significatif lors de l'annonce des

F&As dans la fenêtre d'évènement de 3 jours. D'un autre côté, cinq banques ont enregistré un rendement anormal positif et négatif statistiquement significatif lors de l'annonce des F&As dans la fenêtre d'évènement de 5 jours. Finalement, quatre banques ont enregistré un rendement anormal positif et négatif statistiquement significatif lors de l'annonce de F&A dans la fenêtre d'évènement de 11 jours.

Dans une étude mesurant la performance à court et à long terme des actions des sociétés acquéreuses cotées à la Bourse d'Arabie Saoudite (Tadawul) entre le 1^{er} janvier 2000 et le 31 août 2017, Nadisah et Kamilah (2018) constatent d'après les rendements anormaux moyens cumulés ajustés au marché sur plusieurs fenêtres d'événements sur le court terme [-20, +20], que le marché anticipe l'annonce des F&As comme une nouvelle positive et les sociétés acquéreuses produisent un RAMC positif et significatif de + 3,29 %, corrigé du marché.

Ferchichi et Souam (2015), d'après une étude sur la performance des F&As tunisiennes effectuées entre 1998 et 2009, constatent que le marché tunisien réagit négativement et significativement à l'annonce d'une opération de F&A (-11,40 % pour les acquéreurs et - 25,35 % pour les cibles) pour deux fenêtres, 13 jours [-10, +2] et 26 jours [-10, +15].

Ibrahimi et Amine (2020), travaillent sur 269 opérations de F&As dont (231 F&Ads et 38 F&Ats) impliquant des entreprises de 12 pays de la région et en exploitant une fenêtre de 31 jours [-15, +15], concluent qu'en moyenne l'annonce de F&A dans le MENA a un effet positif sur la richesse actionnariale des entreprises acquéreuses.

À travers un échantillon de 610 F&As dont 340 étaient transfrontalières et 270 étaient domestiques entre 2004 et 2018 dans 12 pays de la région MENA Ibrahimi, Amine, et Taghzouti (2021) concluent que les rendements anormaux moyens des entreprises acquéreuses se situent entre 0,010 et -0,004, tandis que ceux des entreprises cibles se situent entre 0,061 et -0,006, ce qui implique que les cibles ont un rendement anormal plus important que les acquéreurs.

En Afrique, peu d'étude ont mis en relief la création de richesse chez les actionnaires des acquéreurs en provenance d'Afrique, nos lectures identifient l'existence de trois études importantes, notamment celles d'Amewu et Alagidede (2018) qui concluent que les entreprises acquéreuses créent de la valeur significativement et celle de Kariuki, Muturi, et Kiragu (2016) qui soutient que la performance est significative sur une courte durée et l'étude de Nagasha, Bananuka, Musimenta et Lulu (2017) qui conclue que la richesse des actionnaires de

l'entreprise acquéreuse est réduite à l'annonce de la F&A. L'ensemble de ces études sont détaillées ci-dessous.

Amewu et Alagidede (2018) vérifient l'impact de l'annonce F&A sur les mouvements des actions des acquéreurs dans 14 pays africains (245 transactions de F&As annoncées) entre 2002 et 2015 et indiquent que les marchés boursiers africains réagissent positivement aux annonces de F&As. D'après Amewu et Alagidede (2018) les entreprises africaines, par exemple, enregistrent une augmentation des RAs de 0,004 % au jour 6 à 0,01 % au jour 1. En outre, les RAs significatifs (au moins au niveau de signification de 5 %), plusieurs jours avant la date d'annonce, indiquent une fuite d'informations.

En utilisant les données des entreprises cotées sur le marché des valeurs mobilières d'Afrique de l'Est impliquées dans des F&As entre 1996 et 2015, Kariuki, Muturi, et Kiragu (2016) constatent que les actionnaires de l'entreprise acquéreuse ont obtenu un rendement anormal cumulé, positif et significatif pendant toute la durée de l'événement [-20, +20]. D'autre part, les résultats du rendement anormal moyen cumulé révèlent que les entreprises acquéreuses ont obtenu un rendement positif immédiatement après l'annonce de l'acquisition. Les RACs pour les fenêtres d'événement [-5, +5] et [-2, +2] n'étaient pas significatifs et en l'occurrence ne créent pas de richesse pour les actionnaires de l'entreprise. Enfin, le RAMC après la F&A est négatif, ce qui permet de conclure qu'en moyenne, les activités des F&As ne génèrent pas de richesse pour les actionnaires de l'entreprise acquéreuse.

D'autres études constatent la nullité de création de richesse, par exemple, Alexandridis et al. (2010) dans un travail sur un échantillon de 13 058 cibles entre 1990 et 2007 ; Siew Peng et Isa (2012) sur un échantillon de 124 acquisitions entre 2000 et 2004 et finalement l'étude de Barde et Salisu (2015) dans le contexte africain sur un échantillon de trois banques nigériennes entre 2007 et 2013. Curieux par les études empiriques citées ci-dessus, nous élaborons les hypothèses suivantes.

H14a : es sociétés acquéreuses marocaines reçoivent des RAs positifs et significatifs suite aux annonces de F&As ;

H14b : les sociétés cibles marocaines reçoivent des RAs positifs et significatifs suite aux annonces de F&As.

2.2. Fuites d'information

Les fuites d'informations rendent le marché moins efficient et augmentent les coûts des négociations et de transactions (Martynova et Renneboog, 2008). D'après (Bodnaruk, Massa, et Simonov, 2009 ; Ibrahimi et Amine, 2020), l'existence des acteurs internes (appartenant aux organes de prise de décision de l'entreprise) et externes (Banques, cabinets d'avocats et d'audit, conseillers financiers... etc.) participant aux opérations des F&As. Ces acteurs peuvent communiquer ou créer des canaux de communication, de fuite des informations sensibles et privilégiées à d'autres acteurs externes opérant dans le marché boursier avant la date d'annonce de l'opération de F&A. Cette fuite d'informations influence les prix des titres (Golubov, Petmezas, et Travlos, 2012).

En Afrique, Amewu et Alagidede (2018) constatent que la fuite d'information était retracée jusqu'à 13 jours avant l'annonce, cependant, celle des entreprises sud-africaines était significative 2 jours avant l'événement à cause de la réglementation efficace du marché sud-africain.

Dans la région MENA pareillement, Ibrahimi & Amine (2020) soutiennent qu'il existe des fuites d'informations les jours avant l'annonce officielle des opérations dans les marchés financiers de certains pays comme Israël, Maroc, Oman et Arabie Saoudite. L'étude de Nadisah et Kamilah (2018) constate l'existence d'une fuite potentielle d'information sur la Tadawul. Cette fuite potentielle d'information est justifiée par la domination des structures familiales sur l'échantillon.

Dans les opérations des F&As européennes, Goergen & Renneboog (2004) confirment l'existence des fuites d'informations dues à des délits d'initiés suite aux RACs qui s'élèvent à 23 % commençant 2 mois avant. Dans le contexte BRICKS⁵³ Sehgal, Banerjee, et Deisting (2012) constatent l'existence des fuites d'information suite à l'existence des rendements pré-événement significatifs. Intrigués par la discussion ci-dessous, nous élaborons l'hypothèse suivante.

H15 : les fuites d'informations se produisent avant l'annonce officielle des F&As impliquant une entreprise marocaine.

⁵³ Brésil, Russie, Inde, Chine, Corée du Sud, Afrique du Sud.

2.3. Déterminants de création de valeur

Dans la formulation de nos hypothèses concernant les déterminants influençant la création de valeur dans les opérations F&Ats, nous avons principalement ciblé les facteurs liés à la fois à l'entreprise et au pays. Nous commençons tout d'abord par les facteurs liés à l'entreprise en présentant les hypothèses associées à la taille de la cible, à l'expérience de l'acquéreur, à la durée du mandat du dirigeant de l'entreprise acquéreuse, ainsi qu'aux secteurs d'activité de l'entreprise acquéreuse et de la cible. En ce qui concerne les facteurs liés aux pays, nous nous concentrons spécifiquement sur la protection des investisseurs dans le pays cible.

2.3.1. Taille de l'entreprise cible

Plusieurs études ont mis en relief l'influence de la taille de la cible sur la création de valeur dans les opérations de F&Ats. Asquith et al. (1983) dans une étude menée entre 1955 et 1979, constatent que la taille de la cible influence positivement la richesse moyenne. Dans un travail sur 153 opérations de F&As bancaires entre 1985-1991, Houston et Ryngaert (1994) constatent que les gains de richesse moyens des acquéreurs augmentent de manière significative lorsque la taille de l'objectif augmente. Aybar et Ficici (2009) examinent 433 annonces de F&As associées à 58 opérations dans les marchés émergents au cours de la période d'échantillonnage 1991-2004, concluent que la taille de la cible influence positivement la performance boursière des opérations de F&As. Le même constat est observé dans l'étude de Moeller et al. (2004) dans une étude sur 12 023 acquisitions réalisées par des entreprises publiques entre 1980 et 2001 qui voit que la taille cible influence la performance. En Afrique, Amewu et Alagidede (2019) déterminent la taille de l'entreprise en fonction de la capitalisation boursière, du rendement des capitaux propres et du ratio dettes/capitaux propres et constatent l'association positive entre la taille et la performance.

Cependant, Arvanitis et Stucki (2015) constatent que les acquisitions des PME influencent positivement la performance post-acquisition. Certains travaux attribuent la performance liée à l'acquisition des PME à leurs flexibilités. Les cibles PME sont plus capables d'éviter des transactions qui tournent mal, ont de faibles problèmes d'agence et d'information (Haapanen et al., 2019; Weitzel et McCarthy, 2011). Nos lectures suggèrent que la grande taille de la cible influence positivement la création de richesse. Dans ce sens, notre hypothèse est la suivante.

H16 : la grande taille de la cible influence positivement la création de richesse actionnariale autour de la date d'annonce de la F&At.

2.3.2. Durée de mandats des dirigeants des acquéreurs

Dutta et al. (2016) suggèrent que les PDG ayant une longue ancienneté ont vraisemblablement fait preuve de réussite et développé des liens personnels forts avec les actionnaires, les investisseurs, les membres du conseil d'administration et les clients importants de l'entreprise. Ils détiennent un pouvoir énorme et exercent un niveau élevé d'autonomie et de responsabilité. Ce constat a été également partagé par Oehmichen et al. (2022) et Yim (2013) qui voient que l'ancienneté du PDG influence le comportement de l'entreprise et de l'acquisition.

Miller (1991) et Thomas (1988) constatent une relation positive entre le mandat du PDG et la performance de l'entreprise. Zhou et al. (2020) associent la performance boursière post-F&A à la durée de mandat du PDG dans une étude sur 16 516 opérations de F&As sur la période 1999 et 2015. Nous croyons que plus le PDG a une ancienneté importante, plus ses relations avec le conseil d'administration sera bonne, ce qui influence ainsi la performance.

D'autres chercheurs constatent le contraire, à l'instar de Walters et al. (2007) qui rapportent une relation en forme de U inversé entre la durée du mandat du PDG et la richesse des actionnaires des acquéreurs, ce qui justifie que l'ancienneté organisationnelle est associée à l'enracinement du PDG, ce qui est relaté à la théorie d'enracinement et à l'exercice de plus de pouvoir et de contrôle.

À partir des études empiriques citées et compte tenu des preuves apportées par plusieurs chercheurs, nous dressons notre dix-septième hypothèse ci-dessous.

H17 : la longue durée de mandat du PDG influence positivement la création de richesse actionnariale autour de la date d'annonce de la F&A.

2.3.3. Expérience de l'acquéreur

Certaines études ont mis en évidence une relation positive entre l'expérience en matière d'acquisition et les performances (Barkema et al., 1996; Bruton et al., 1994). Selon la littérature antérieure, la qualité de l'expérience a été mesurée par la part de l'expérience liée à l'acquisition (Hayward, 2002).

Basuil et Datta (2015), à travers 222 F&As menée par des entreprises américaines, constatent que les expériences d'acquisition transfrontalière spécifiques à un secteur et à une

région, mesurées par le nombre total d'acquisitions dans le même secteur ou dans la même région géographique au cours des cinq années précédant l'acquisition focale, sont positivement associées à la création de valeur pour les actionnaires.

Aux Etats-unis également, une étude récente de sur 544 Méga-F&As entre 1980 et 2016 conclut que l'expérience influence de manière substantielle et positive sur la performance post-F&A. À partir d'un échantillon de 1 388 F&As américaines réalisées entre 1975 et 2005, Castellaneta et Conti (2017) trouvent que l'expérience antérieure a un effet positif et significatif sur la création de valeur pour les actionnaires des entreprises acquéreuses.

Cuypers et al. (2017) résume l'influence de l'expérience organisationnelle des entreprises en matière d'opération en F&As en supposant la création de valeur future au fur et à mesure que l'acquéreur dispose de l'expérience. Dans une étude sur 1 775 acquisitions transfrontalières réalisées par des acquéreurs américains et européens, Oehmichen et al. (2022) constatent que l'expérience en matière d'acquisition du conseil d'administration augmente la création de valeur dans les acquisitions transfrontalières.

Finalement, Rabbiosi et al. (2012) constatent sur 1 138 F&As menées par des acquéreurs en provenance des pays émergents que plus les entreprises émergentes ont de l'expérience, plus ils ont de la chance de créer de la valeur.

À la lumière des travaux de recherches exposés ci-dessus, nous dressons l'hypothèse suivante.

H18 : l'expérience de l'entreprise acquéreuse en matière de F&As influence positivement la création de richesse actionnariale.

2.3.4. Secteur partagé

La question de la création de valeur à partir de l'existence d'un secteur d'activité commun découle probablement du partage des ressources, standardisation des processus, l'effet d'expérience et en conséquence une économie d'échelle.

Il existe un nombre important de recherches qui a mis en relief la relation entre la performance des F&As et le secteur d'activité commun. Nous commençons par une étude connue de Moeller et Schlingemann (2005) sur 4 430 acquisitions entre 1985 et 1995 que les rendements boursiers sont négativement associés à une augmentation de la diversification

mondiale et industrielle. À cet égard, plus l'entreprise acquéreuse acquiert une entreprise cible qui opère dans le même secteur d'activité, elle réalise des RAs positifs.

Une deuxième étude de Martynova et Renneboog (2006) sur le marché européen des OPA par le biais de 2 419 F&As européennes dans 28 pays d'Europe continentale, au Royaume uni et en Irlande entre 1993 et 2001 et ont décrypté l'influence que l'appartenance au même secteur entre l'acquéreur et la cible ont un effet positif sur les RAMCs durant l'annonce de F&As..

Une troisième étude de Giannopoulos et al. (2017) qui analyse 352 F&As aux États-Unis au cours de la période 1999-2008, conclue que les entreprises qui se concentrent sur la spécialisation industrielle dans leurs cibles de F&As surpassent largement les entreprises qui sont dans la diversification. Cependant, Mateev (2017) ne constate aucune influence significative sur la performance à court terme dans le contexte européen.

Dans le contexte des pays émergents, un travail de recherche sur l'influence des secteurs d'activité commun sur les performances des acquéreurs indiens mené par Barai et Mohanty (2014) sur 1 177 opérations de F&As entre avril 1996 et mars 2008, conclut l'influence positive et significative du secteur d'activité partagé sur les RAMCs dans deux fenêtres [-1,+1] et [-5,+5]. Ces éléments cités nous conduisent à élaborer notre hypothèse.

H19 : Le partage d'un secteur d'activité commun entre l'entreprise acquéreuse et l'entreprise cible influence positivement la richesse actionnariale autour de l'annonce de la F&At.

2.3.5. Protection des investisseurs

La recherche menée par La Porta et al. (1997) démontre que dans les pays où la protection des investisseurs est insuffisante, les marchés de capitaux sont plus restreints. Les disparités entre les lois et l'efficacité de leur application engendrent diverses conséquences. Premièrement, la gouvernance d'entreprise est généralement plus faible dans les pays dotés de systèmes juridiques moins robustes (Klapper et Love, 2004). Deuxièmement, les entreprises opérant dans des pays offrant une meilleure protection aux actionnaires minoritaires tendent à afficher une valorisation plus élevée (Porta et al., 2002). Enfin, dans les pays où la protection des investisseurs est plus robuste, les entreprises ont moins d'incitations à permettre aux initiés d'obtenir des avantages en matière de contrôle privé, réduisant ainsi la probabilité de gestion des bénéfiques (Leuz et al., 2003).

Zhou et Lan (2018) utilisent un échantillon de 153 F&Ats menées par d'entreprises acquéreuses chinoises cotées pour la période 2002-2012 et trouvent que les entreprises chinoises obtiennent des rendements anormaux plus élevés au cours de la période de rachat grâce à l'acquisition de cibles domiciliées dans des pays offrant une protection des investisseurs supérieure à celle de la Chine. En Chine également, Wang et al. (2023) concluent que la défense et la protection des actionnaires minoritaires engendre des rendements positifs lors de l'annonce de la F&A. Liu et al. (2019) dans un travail sur les F&Ats d'entreprises non financières chinoises cotées au cours de la période 2002-2012 constatent que ces entreprises obtiennent plus de rendement grâce à une meilleure protection des investisseurs dans le pays de destination.

En Inde, Gubbi et al. (2010) constatent empiriquement que la création de valeur dans 425 F&Ats par les entreprises indiennes sur la période 2000-2007 est plus élevée lorsque les entreprises cibles proviennent d'économies avancées dotées d'un meilleur environnement institutionnel. Bhagat et al. (2011) identifient 698 F&Ats réalisées par des entreprises de pays émergents et constatent que les rendements de l'acquéreur sont positivement liés aux mesures de gouvernance d'entreprise dans le pays cible. Cependant, dans le secteur bancaire, les banques soumissionnaires réalisent des rendements plus élevés lorsqu'elles ciblent des économies à faible protection (Hagendorff et al., 2008). Une autre étude de Dell'Acqua et al. (2018) constate l'absence d'influence de la protection des investisseurs sur le marché boursier local entre 1997 et 2012 dans un échantillon de F&As réalisées par des entreprises du BRICS.

D'après les études empiriques relevées, nous nous permettons ainsi d'élaborer notre dernière hypothèse, qui est la suivante.

H20 : La protection des investisseurs dans le pays cible influence positivement la création de richesse autour de la date d'annonce de l'opération de F&At.

Section 3. Modèle conceptuel de la recherche

Dans cette section, nous présentons le modèle conceptuel de l'étude, montrant ainsi les hypothèses que nous testons dans notre recherche. Notre modèle attire l'attention sur deux questions de recherche. La première sous-section met en relief les hypothèses relatives aux facteurs influençant la localisation des activités des F&Ats au Maroc tandis que la deuxième sous-section met en évidence les déterminants de création de richesse boursière autour de la date d'annonce de la F&At.

1. Déterminants de localisation des F&Ats marocains

Dans ce sens, trois théories ont été utilisées pour comprendre l'internationalisation des entreprises multinationales. (1) Le paradigme OLI de Dunning (1993, 2000) et Dunning et Lundan (2008), (2) la TDI de Dunning (1981, 1986), Dunning et Narula (1993) et la (3) théorie des institutions de North (1991).

Pour la théorie de la trajectoire du développement des investissements, relative au développement économique et institutionnel du pays d'origine, dix (10) sous-hypothèses seront vérifiées, à savoir :

- (1) *H1b* : l'activité des F&Ats sortantes du Maroc est influencée positivement par la croissance économique du pays d'origine (Maroc) ;
- (2) *H1d* : l'activité des F&At entrantes au Maroc est influencée positivement par la croissance économique des pays acquéreurs ;
- (3) *H2b* : l'activité des F&Ats sortantes du Maroc est influencée positivement par le taux de change bas – appréciation – du dirham marocain comme monnaie du pays d'origine ;
- (4) *H2d* : l'activité des F&Ats entrantes au Maroc est influencée positivement par le taux de change bas – appréciation – de la monnaie des pays acquéreurs étrangers, par rapport au dollar ;
- (5) *H3b* : l'activité des F&Ats sortantes du Maroc est influencée positivement par l'ouverture commerciale du pays d'origine « Maroc » ;

- (6) *H3d* : l'activité des F&Ats entrantes au Maroc est influencée positivement par l'ouverture commerciale des pays acquéreurs ;

- (7) *H4b* : l'activité des F&Ats sortantes du Maroc est influencée positivement par la dotation en ressources naturelles du pays d'origine « Maroc » ;

- (8) *H4d* : l'activité des F&Ats entrantes au Maroc est influencée positivement par la dotation en ressources naturelles des pays d'origine ;

- (9) *H5b* : l'activité des F&Ats sortantes du Maroc est positivement associée à la bonne gouvernance nationale du pays d'origine « Maroc » ;

- (10) *H5d* : l'activité des F&Ats au Maroc est influencée positivement par la bonne gouvernance nationale du pays d'origine.

Pour le paradigme OLI qui analyse l'influence des déterminants transnationaux dans le pays cible, huit (8) sous-hypothèses seront vérifiées, dont six (6) hypothèses sont relatives à la recherche de marché et deux (2) hypothèses à la recherche des ressources naturelles.

Premièrement, pour la recherche de marché dans les pays d'accueil conformément au paradigme OLI de Dunning (1998), nous examinons six (6) sous-hypothèses.

- (1) *H1a* : l'activité des F&Ats sortantes du Maroc est influencée positivement par la croissance économique du pays d'accueil ;

- (2) *H1c* : l'activité des F&Ats entrantes au Maroc est influencée positivement par la croissance économique du pays d'accueil (Maroc) ;

- (3) *H2a* : l'activité des F&Ats sortantes du Maroc est influencée positivement par le haut taux de change des devises du pays d'accueil—dépréciation de la monnaie — par rapport au dollar ;

- (4) *H2c* : l'activité des F&Ats entrantes au Maroc est influencée positivement par le haut taux de change du dirham marocain — dépréciation de la monnaie du pays d'accueil vis-à-vis le dollar ;

- (5) *H3a* : l'activité des F&Ats sortantes du Maroc est influencée positivement par l'ouverture commerciale du pays d'accueil ;

- (6) *H3c* : l'activité des F&Ats entrantes au Maroc est influencée positivement par l'ouverture commerciale du pays d'accueil « Maroc ».

Deuxièmement, pour la recherche des ressources naturelles, nous vérifions deux (2) sous-hypothèses.

- (1) *H4a* : l'activité des F&Ats sortantes du Maroc est influencée positivement par la dotation en ressources naturelles du pays d'accueil ;

- (2) *H4c* : l'activité des F&Ats entrantes au Maroc est influencée positivement par la dotation en ressources naturelles du pays d'accueil « Maroc ».

Pour la théorie des institutions de North (1991), nous divisons l'ensemble des sous-hypothèses d'institutions formelles et d'institutions informelles. Tout d'abord, pour les institutions formelles, nous énumérons dix (10) sous-hypothèses.

- (1) *H5a* : l'activité des F&Ats sortantes du Maroc est influencée positivement par la bonne gouvernance nationale du pays d'accueil ;

- (2) *H5c* : l'activité des F&Ats entrantes au Maroc est influencée positivement par la bonne gouvernance nationale du pays d'accueil « Maroc » ;

- (3) *H6a* : l'activité des F&Ats sortantes du Maroc est influencée positivement par la reconnaissance de la marocanité du Sahara par le pays d'accueil ;

- (4) *H6b* : l'activité des F&Ats Maroc est influencée positivement par la reconnaissance de la marocanité du Sahara par le pays d'origine ;

- (5) *H7a* : le nombre d'ambassades et de consulats bilatéraux entre le Maroc et le pays d'accueil a un impact positif sur l'activité des F&Ats sortantes du Maroc ;

- (6) *H7b* : le nombre d'ambassades et de consulats bilatéraux entre le Maroc et le pays d'origine a un impact positif sur l'activité des F&Ats entrantes au Maroc ;

- (7) *H8a* : le nombre des visites bilatérales de dirigeants politiques du Maroc et celles du pays d'accueil a un impact positif sur l'activité des F&Ats sortantes du Maroc ;

- (8) *H8b* : le nombre des visites bilatérales de dirigeants politiques du Maroc et celles du pays d'origine a un impact positif sur l'activité des F&Ats entrantes au Maroc ;

- (9) *H9a* : les formes de gouvernement partagées ont un impact positif sur l'activité des F&Ats sortantes du Maroc ;

- (10) *H9b* : les formes de gouvernement partagées ont un impact positif sur l'activité des F&Ats entrantes au Maroc.

Ensuite, pour les institutions informelles de North (1991), nous testons huit (8) sous-hypothèses.

- (1) *H10a* : les F&Ats sortantes du Maroc sont influencées négativement par la distance culturelle avec les entreprises en provenance des pays cibles ;

- (2) *H10b* : les F&Ats entrantes au Maroc sont influencées négativement par la distance culturelle avec les entreprises en provenance des pays d'origine ;

- (3) *H11a* : les F&Ats sortantes du Maroc sont influencées négativement par la distance religieuse avec les pays cibles ;

- (4) *H11b* : les F&Ats entrantes au Maroc sont influencées négativement par la distance religieuse avec les pays d'origine ;

- (5) *H12a* : les F&Ats sortantes du Maroc sont influencées négativement par la distance linguistique avec les pays cibles ;

- (6) *H12b* : les F&Ats entrantes au Maroc sont influencées négativement par la distance linguistique avec les pays d'origine ;

- (7) *H13a* : les F&Ats sortantes du Maroc sont influencées positivement par le passé colonial avec les pays cibles ;

- (8) *H13b* : les F&Ats entrantes au Maroc sont influencées positivement par l'histoire coloniale avec les pays d'origine.

2. Déterminants de création de valeur dans les F&Ats marocaines

Dans la deuxième partie de notre thèse, nous traitons la question des déterminants de création de valeur actionnariale autour de l'annonce des F&Ats marocaines. Cette question de recherche devrait être examinée à travers deux recherches menées en parallèle vu que la question des

déterminants comporte une question de recherche sous-jacente qui est prioritaire et qui est relative à la création de valeur à travers le calcul des RAs.

Dans ce sens, pour le premier point afférent à la création de valeur nous examinons trois sous-hypothèses en manipulant la théorie d'efficacité des marchés de Fama (1991) ; Fama, Fisher, Jensen, et W. Roll (1969) et la théorie du signal Spence (1973, 1974). La première hypothèse qui vise à comprendre la performance globale des entreprises impliquées dans les opérations des F&Ats est composée de trois (3) sous-hypothèses. La première sous-hypothèse examine l'existence des RAs positifs et significatifs chez les sociétés acquéreuses. La deuxième sous-hypothèse vérifie si les entreprises cibles marocaines dégagent des RAs positifs pareillement. La dernière hypothèse vise à décrypter l'existence des fuites d'informations préalables à l'annonce de la F&At sur le marché boursier de Casablanca. Les principales hypothèses et sous-hypothèses sont notées et numérotées ci-dessous.

- (1) *H14a* : les sociétés acquéreuses marocaines reçoivent des RAs positifs et significatifs suite aux annonces de F&Ats ;

- (2) *H14b* : les sociétés cibles marocaines reçoivent des RAs positifs et significatifs suite aux annonces de F&Ats ;

- (3) *H15* : les fuites d'informations se produisent avant l'annonce officielle de F&Ats impliquant une entreprise marocaine.

Dans le deuxième point relatif aux déterminants de création de valeur nous mettons en exergue cinq hypothèses issues de plusieurs théories comme la théorie d'agence de Jensen et Meckling (1976) pour la dix-septième hypothèse (H17) et la vingtième hypothèse (H20) ; la théorie d'apprentissage organisationnel d'Argyris & Schön (1978) pour la dix-huitième hypothèse (H18) ; la Law and Finance de La Porta et al. (1998) pour la vingtième hypothèse (H20). L'ensemble des hypothèses relatif aux déterminants de création de valeur sont au nombre de cinq (5) et sont détaillées ci-dessous.

- (1) *H16* : la grande taille de la cible influence positivement la création de richesse actionnariale autour de la date d'annonce de la F&At ;

- (2) *H17* : la longue durée de mandat du PDG influence positivement la création de richesse actionnariale autour de la date d'annonce de la F&At ;

- (3) *H18* : L'expérience de l'entreprise acquéreuse en matière des F&Ats influence positivement la création de richesse actionnariale ;

- (4) *H19* : Le partage d'un secteur d'activité commun entre l'entreprise acquéreuse et l'entreprise cible influence positivement la richesse actionnariale autour de la d'annonce de la F&At ;

- (5) *H20* : La protection des investisseurs dans le pays cible influence positivement la création de richesse autour de la date d'annonce de l'opération de F&At.

Finaleme nt notre thèse sur les déterminants de localisation et les déterminants de création compte vingt s grandes hypothèses à tester. Treize hypothèses sont relatives à la localisation des F&Ats et sept hypothèses sont afférentes aux déterminants de création de valeur.

Dans l'objectif de préciser davantage l'objet et le spectre de notre démarche, la conception du modèle de recherche s'impose. Dans cette perspective, l'ensemble des théories mobilisées, les hypothèses qui en découlent ainsi que les relations existantes entre les différentes variables explicatives et les variables à expliquer, qui serviront de test dans le contexte des F&Ats au Maroc, sont présentées dans la Figure 5.

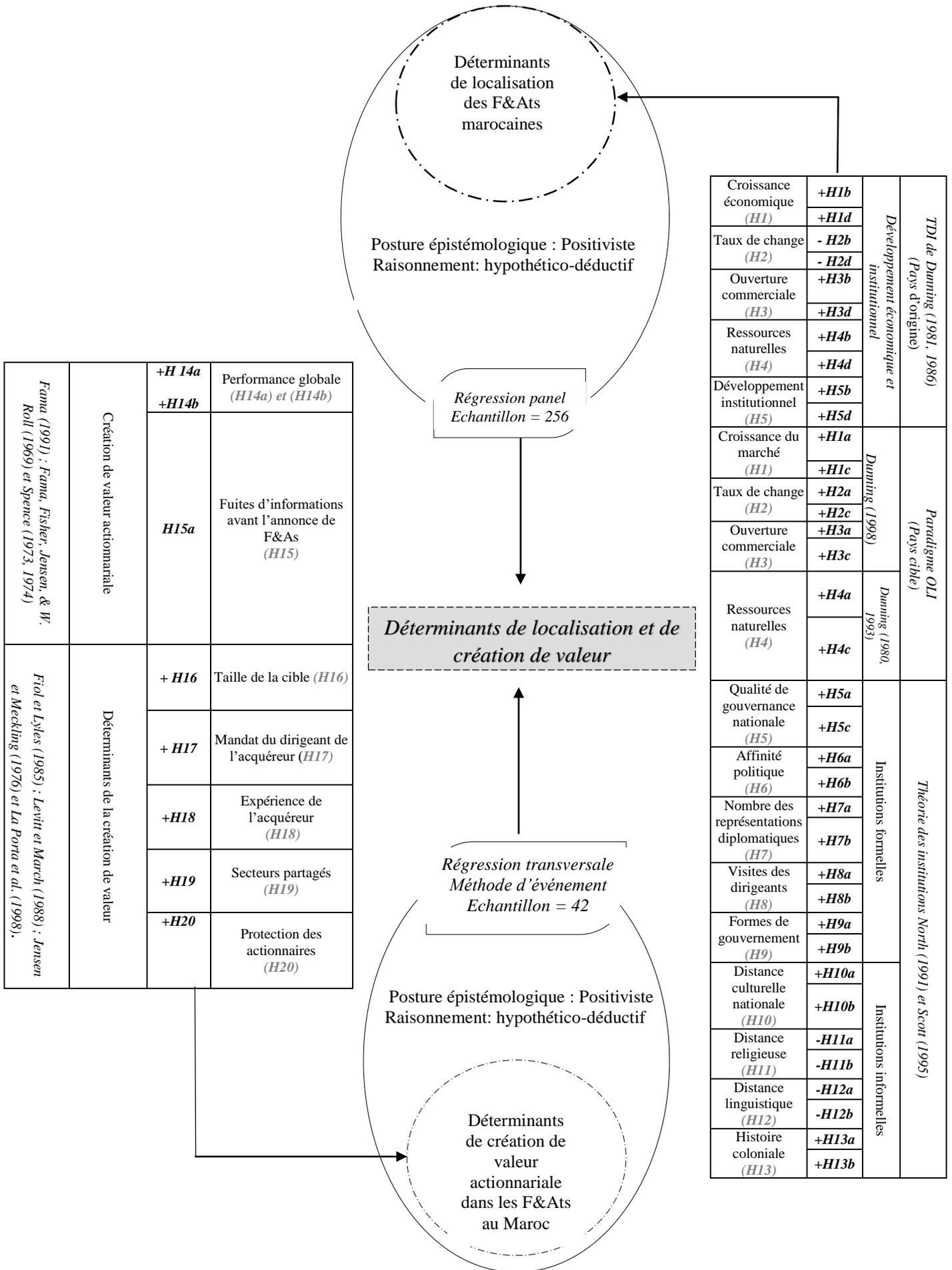


Figure 5 Modèle conceptuel de recherche

Conclusion du troisième chapitre

Cette thèse aborde deux champs de recherche dans la discipline des Sciences de gestion. Le premier champ de recherche est le commerce international à travers les déterminants de localisation. Le deuxième champ de recherche est la finance à travers l'étude de l'annonce de la F&At sur le marché boursier marocain (BVC) et l'étude des déterminants de la création de valeur actionnariale sur ce marché.

Dans le contexte de l'analyse de l'impact des déterminants de localisation sur le volume des F&Ats, de nombreuses hypothèses sont formulées, lesquelles sont différenciées en fonction de la nature des F&Ats, à savoir les F&Ats sortantes et les F&Ats entrantes. L'examen de chaque déterminant de localisation pour chaque type de F&Ats s'articule autour d'hypothèses spécifiques liées aux avantages locaux et aux institutions, tant dans le pays cible que dans le pays d'origine.

Concernant les avantages locaux, nos hypothèses se concentrent sur des aspects liés à la recherche de marché, tels que la croissance économique, les taux de change et l'ouverture commerciale. Pour la recherche de ressources naturelles, nous considérons la part des ressources naturelles dans le PIB. En ce qui concerne la théorie des institutions, nous mobilisons diverses hypothèses. Pour les institutions formelles, cela englobe des critères tels que la qualité de la gouvernance nationale, l'affinité politique, le nombre de représentations diplomatiques, les visites des dirigeants et les régimes de gouvernance partagée. Quant aux institutions informelles, notre analyse porte sur la distance culturelle, la distance linguistique, la distance religieuse et le passé colonial.

Dans le cadre de l'exploration des déterminants de la création de valeur, nous formulons des hypothèses qui se rapportent à la performance globale, évaluée à travers les RAs et les RAMCs, obtenus au moyen de la méthode d'événement. Les hypothèses liées à la performance boursière suggèrent que les entreprises cibles génèrent davantage de valeur que leurs acquéreurs. Nos recherches mettent également en évidence la possible existence de fuites d'information.

En outre, nous élaborons des hypothèses pour mesurer l'influence des déterminants micro (relatif à l'entreprise), macro (relatif au pays d'accueil) portant sur la taille de la cible, l'expérience passée des acquisitions par l'acquéreur, la durée du mandat du PDG, les secteurs d'activité commun, et la protection des investisseurs dans le pays hôte.

Chapitre 4. Choix méthodologiques

Introduction

La recherche en gestion cherche à définir, comprendre et expliquer les processus organisationnels (Ben Aissa, 2001). Les sciences de gestion sont en interaction constante avec la recherche, l'éducation et les entreprises et doivent être approuvées selon trois axes : efficacité pédagogique, efficacité scientifique et commerciale (Matmati, 2020, p. 69). D'après Bouyzem et Meriouh (2017), les sciences de gestion, sont des sciences de production de connaissance basées sur l'empirique, l'expérimentation et la formulation des hypothèses.

Tout chercheur scientifique, avant de produire des connaissances, doit fonder sa pratique sur un projet épistémologique conforme aux travaux scientifiques pour légitimer les connaissances et affirmer sa position. Le chercheur doit s'interroger sur la nature de la réalité qu'il étudie, sur le lien à entretenir avec l'objet d'étude, sur les processus de production de connaissances qu'il souhaite et sur les variables qui lui permettent d'évaluer les connaissances avant d'entamer tout travail scientifique en sciences de gestion (Thietart, 2014, p. 46). Ces multitudes de devoirs scientifiques doivent être bien architecturés pour former ce que nous appelons le design de recherche qui contribuera dans une logique scientifique à la production de la connaissance.

La première section de ce chapitre annonce la place de l'épistémologie dans le paradigme, les différents types de postures épistémologiques ainsi que les différents types de raisonnement et les différentes démarches de recherche.

La deuxième section met en exergue le design de recherche relatif aux déterminants transnationaux de localisation des F&Ats marocaines. Ce design de recherche présente la question de recherche, détermine la posture épistémologique, définit le modèle de raisonnement et identifie les différentes étapes de la démarche de recherche.

La troisième section met en évidence le design de recherche relatif aux déterminants de création de valeur boursière. L'architecture de recherche présente également la question de recherche, révèle la posture épistémologique, détermine le modèle de raisonnement et rappelle les différentes étapes de la démarche de recherche.

Section 1. Épistémologie, raisonnement et méthode de recherche

L'épistémologie est une composante cruciale du paradigme (Lincoln et Guba, 1985). D'après Merritt (2020), l'épistémologie scientifique part de l'idée que la vérité d'une affirmation universelle, telle qu'une loi scientifique et ne peut jamais être prouvée de manière concluante. Quelle que soit la réussite d'une hypothèse dans le passé, elle peut toujours se révéler incorrecte lorsqu'elle est appliquée à une nouvelle situation. Cette section met en évidence le rôle de l'épistémologie dans la recherche et ses différents types, les fondamentaux du design de recherche à savoir les raisonnements et méthodes de recherches

1. L'épistémologie composante fondamentale du paradigme

Le premier à avoir utilisé le mot paradigme est Kuhn (1962) pour désigner les croyances ou les pensées communes partagées entre les scientifiques. Mucchielli (1995) définit le paradigme comme « un ensemble d'éléments épistémologiques, théoriques et conceptuels, cohérents ». La recherche scientifique, quête systématique de connaissances, est envisagée à travers des paradigmes de recherche qui sont des philosophies de la science qui font des hypothèses sur la façon dont le monde fonctionne (J. W. Creswell, 1994). Lincoln et Guba (1985) définissent quatre éléments du paradigme qui sont l'ontologie, l'épistémologie, la méthodologie et l'axiologie.

L'ontologie, étymologiquement en grec « ontologia », signifie étude, théorie ou science de l'être. Il a été inventé en 1613, par deux philosophes, Rudolf Göckel et Jacob Lorhard, pour désigner l'étude de l'être (Crotty, 1998, p. 10). L'ontologie a un triple objectif. Le premier consiste à examiner le système de croyance sous-jacent sur la nature de l'existence. Le second consiste à s'intéresser aux hypothèses avancées pour vérifier l'existence d'un sens, la nature du phénomène social étudié. Le troisième vise à guider la réflexion du chercheur et son traitement du problème de recherche (Kivunja et Kuyini, 2017).

L'épistémologie vise à établir les fondements de la science (Thiétard, 1999, p. 15) et à constituer des connaissances valables (Piaget, 1967, p. 6). La posture épistémologique, met en relief la relation sujet-objet dans la production de connaissance, en particulier dans les sciences humaines et sociales. L'épistémologie demeure un fidèle serviteur de la science de la

connaissance grâce à la critique et éventuellement à la validation des démarches de construction de la connaissance. Kivunja et Kuyini (2017) consolident l'importance de l'épistémologie vu qu'elle tente d'établir la confiance quant aux données et influence la manière de découverte des connaissances.

Keeves (1997) définit la méthodologie comme « l'ensemble des méthodes, des approches et des procédures utilisées pour découvrir quelque chose. ». Pour la méthodologie de recherche, c'est la réponse à la question du comment faire pour avoir les données et les connaissances qui répondront à la question de recherche pour générer la connaissance par la suite.

L'axiologie correspond aux valeurs des comportements corrects et incorrects prises en compte pour la recherche. Il s'agit d'un cadre éthique qui assure la bonne marche de la recherche et qui évite les préjugés. Dans ce sens, la recherche doit avoir une neutralité axiologique quant aux données et la conduite éthique de la recherche sans émettre aucun jugement de valeurs sur ses résultats et de facto sur son travail scientifique, cependant le chercheur peut exprimer une opinion personnelle quant à son travail.

2. Typologie de positionnement épistémologique

La communauté scientifique reconnaît l'existence d'une variété de positionnements épistémologiques schématisés dans le continuum illustré dans la Figure 6⁵⁴. D'après Boyer (2022) « L'essentialisme, recherche de l'essence, quête de l'absolu, ou encore de l'explication ultime, irréfutable. L'essentialisme est justifié, certain et la méthode de la science est donc la recherche des définitions réelles des termes ».

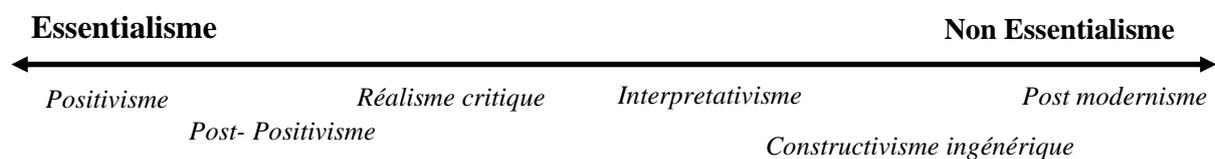


Figure 6 Conception de la connaissance et paradigmes épistémologiques (Thietart, 2014)

⁵⁴ D'après Thietart (2014, p. 22-25) « L'essentialisme fait référence à l'existence d'une essence propre de la réalité qui est indépendante de l'observation et description humaine et en dehors des contingences de la connaissance. Le non-essentialisme quant à lui perçoit la réalité comme dépendante des contingences qui président aux modalités de son existence »

Tous les chercheurs en sciences de gestion adoptent un des trois points de vue épistémologiques principaux qui sont influencés par trois différents cadres de référence. Le positivisme repose sur la science naturelle. Les sciences humaines et les sciences sociales ont eu un impact sur l'interprétativisme. Le constructivisme a été influencé par les disciplines comme celle de l'ingénierie (Chanal, Lesca, et Martinet, 2015; Versailles, 2023). Nous présentons ci-dessous les différentes postures adoptées dans la recherche en sciences de gestion.

2.1. Le positivisme

Le mouvement positiviste a été lancé au XIXe siècle par Auguste Comte. La pensée positive oppose le réel au fantastique. Comte considérait les hypothèses comme des outils pratiques pouvant être utilisés dans le positivisme pour soutenir l'induction et la déduction. L'ontologie réaliste, la détermination naturelle et l'objectivisme dualiste sont les trois principaux principes du positivisme. L'ontologie réaliste soutient que la réalité est séparée, objective et compréhensible par l'observation. La détermination naturelle soutient que chaque effet de la réalité est le résultat d'un petit nombre de causes et que nous pouvons comprendre la réalité authentique par l'observation empirique des faits et la création de lois qui représentent des liens ou des relations de causalité. Enfin, pour faire preuve d'impartialité et d'objectivité, le chercheur doit être détaché du phénomène étudié, c'est-à-dire que l'observateur doit mener son enquête loin de toute valeur susceptible de l'influencer.

2.2. L'interprétativisme

L'interprétation soutient que l'émergence d'une réaction non essentialiste constitue la réalité. Le connaissable est produit par l'expérience d'un individu, et la connaissance produite a un lien inné avec le sujet, puisqu'elle est construite sur les idéaux des personnes qui sont motivées par un but (A. Cherkaoui et Haouata, 2016). Dans le même ordre d'idées, Mhenna et Jamal (2020) affirment que l'interprétativisme repose sur un certain nombre de présomptions, telles que l'idée que la connaissance n'est pas affectée par son environnement et qu'elle est dictée par les objectifs du chercheur, et que la réalité est déterminée par l'observateur.

2.3. Le constructivisme

Le mouvement constructiviste se caractérise par une forte croyance en la « relativité » de l'idée de vérité ou de réalité, ainsi que par une forte antipathie pour le positivisme, sans pour autant rejeter, pour l'instant, l'utilisation de données empiriques dans leur travail. Le point de

vue constructiviste rejette donc l'idée que la réalité puisse exister indépendamment du chercheur ou de la communauté de recherche qui fournit l'explication. Le constructivisme prétend qu'il existe un cadre de connexion entre le concret et l'abstrait (Moigne, 1995, p. 7).

3. Raisonnements et méthodes de recherches

Cette sous-section aborde les fondamentaux du design de recherche, à savoir les raisonnements scientifiques utiles à la production de la connaissance et les méthodes de recherches qui dépendent du phénomène et de l'objectif de recherche. Le premier point traite les différents types de raisonnement scientifique ainsi que leurs principales caractéristiques. Le deuxième point distingue les principales méthodes de recherches et les critères d'applicabilité.

3.1. Raisonnements scientifiques

Tout chercheur a besoin d'un processus de réflexion pour générer des connaissances. L'induction, la déduction et l'abduction sont considérées comme les trois méthodes de raisonnement les plus populaires. L'induction est la technique de raisonnement utilisée pour l'exploration. Le raisonnement déductif ou l'hypothético-déductif correspond aux tests. Finalement, un autre type de raisonnement peu utilisé par les chercheurs sera mis en exergue par nos soins, à savoir le raisonnement abductif qui est lié aux faits surprenants.

3.1.1. Le raisonnement inductif

Le chercheur dans ce raisonnement part de la réalité du terrain suite à une absence de connaissance préexistante avec l'objectif de générer une théorie enracinée. Il s'agit d'un passage des faits aux lois, l'objectif est de découvrir une théorie pouvant être transférée à d'autres contextes. D'après Martin (2012), la méthode inductive privilégie l'étude, l'observation, voire l'expérience, dans le but de dégager des enseignements plus généraux et des constats universels. L'induction est le processus de transfert d'informations du spécifique (faits observés, exemples isolés, données expérimentales et circonstances) au général (une loi, une théorie ou une connaissance générale). L'induction d'une loi implique la reconnaissance de la nécessité derrière les faits contingents reconnus, ce qui nécessite que le chercheur utilise son intellect pour séparer les parallèles des dissemblances. En conséquence, l'induction revêt une importance unique, puisque c'est elle qui permet d'énoncer de nouvelles théories.

3.1.2. Le raisonnement déductif

Le raisonnement déductif est un raisonnement démonstratif qui émet des jugements a priori sur la signification des hypothèses. Selon Williamson (2002), l'argument de la déduction progresse des grands principes aux situations spécifiques et est fortement lié à l'approche positiviste de la recherche. Le raisonnement déductif est lié à la technique de recherche du test d'hypothèses et permet de tirer des conclusions précises sur la base de prémisses. Le raisonnement déductif est prolongé par le raisonnement hypothético-déductif.

Thietart (2014, p. 96) résume la méthode hypothético-déductive en quatre grandes étapes : (1) Identifier les concepts, théories, modèles et hypothèses qui correspondent à la recherche, (2) déterminer si les modèles et les hypothèses reflètent la réalité, (3) développer de nouveaux modèles, théories et hypothèses, et (4) développer des tests pour accepter ou rejeter totalement ou partiellement les modèles, théories et hypothèses.

3.1.3. Le raisonnement abductif

Il s'agit d'un raisonnement développé par Charles Sanders Peirce⁵⁵ dans son travail sur la logique de la science. Peirce, tente d'utiliser une expérience antérieure, une habitude, l'introduction d'une idée, une hypothèse qui est une déduction mentale pour résoudre le problème (Hallée et Garneau, 2019). Dans la démarche abductive, le processus de recherche commence par des « faits surprenants » ou des « énigmes » issues des données de terrain que les théories existantes ou anciennement mobilisées ne peuvent pas expliquer (Bryman et Bell, 2015). Dans ce sens, le processus de recherche s'attache à les expliquer.

4. Démarches de recherches

Diverses méthodologies, telles que les expériences, les enquêtes et les études de cas, ont été utilisées dès le début de la recherche en gestion. D'autres se sont ajoutées pour donner un éventail diversifié de techniques, que l'on peut aujourd'hui classer en trois catégories : quantitatives, qualitatives et mixtes (J. W. Creswell, 2009 ; Thietart, 2014, p. 172).

Le choix de la méthodologie de recherche, à savoir le qualitatif, le quantitatif ou le mixte, dépend de plusieurs facteurs, notamment, le degré de compréhension et d'explication des

⁵⁵ Les écrits de Peirce sur l'abduction se divisent grosso modo en deux périodes : 1859-1890 et 1891-1914. Ces périodes montrent l'évolution de sa pensée sur l'abduction.

phénomènes en tant qu'objectif de l'enquête, l'objectif de recherche, les contrastes entre les rôles impersonnels et personnels des chercheurs. Par exemple, Thietart (2014, p. 121), rapporte que Brabet (1988) voit que l'exploration est souvent associée à une méthode qualitative, tandis que la vérification est associée à une approche quantitative, voire à opposer l'approche inductive de la recherche qualitative et l'approche hypothético-déductive de la recherche quantitative.

4.1. Démarche quantitative

La recherche quantitative consiste à utiliser des valeurs numériques générées à partir d'observations pour expliquer et caractériser des processus sur lesquels les observations peuvent porter (Coghlan et Brydon-Miller, 2014 ; Taherdoost, 2022). La recherche quantitative est une technique permettant d'obtenir des informations sur un groupe spécifique, appelé échantillon de population. La recherche quantitative fait appel à la recherche scientifique et s'appuie sur des données observées ou mesurées pour étudier les questions relatives à l'échantillon de population (Allen, 2017). D'après Thietart (2014, p. 172), les démarches quantitatives sont principalement utilisées pour tester des théories dans le cadre d'une démarche hypothético-déductive. L'auteur (2014, p. 172) et Coghlan et Brydon-Miller (2014) recensent trois types de démarches quantitatives, à savoir, l'enquête, l'expérimentation et la simulation. Ces trois démarches dépendent essentiellement de la question de recherche.

L'enquête est une démarche qui utilise des données réelles, explore ou teste des relations causales et des contingences et les résultats des enquêtes peuvent être extrapolés à la population. Les données peuvent être collectées à l'aide d'un instrument spécialement conçu par le chercheur afin de créer des mesures plus étroitement liées aux objectifs de l'étude.

L'expérimentation est une méthode de recherche populaire dans le domaine de la gestion. Elle teste des relations causales et des contingences, sa conception passe par l'élaboration du plan d'expérience, des stimuli et du mode de recueil de données. Elle peut être menée en laboratoire ou sur le terrain. Son principal avantage est qu'elle améliore la validité interne des résultats de l'étude.

Enfin, la simulation permet d'étudier les systèmes et leur dynamique, ainsi que les liens entre plusieurs niveaux de recherche. Elle peut également être utilisée pour résoudre des problèmes difficiles liés au terrain ou pour collecter des données à partir d'un grand échantillon.

4.2. Démarche qualitative

La recherche qualitative permet d'examiner et d'approfondir des questions du monde réel. La recherche qualitative recueille des informations sur les expériences, les attitudes et les comportements des individus (Busetto, Wick, et Gumbinger, 2020 ; Tenny, Brannan, et Brannan, 2023). Au lieu de s'intéresser au nombre ou à la quantité de personnes, elle s'intéresse au comment et au pourquoi. Elle peut être conçue comme une étude autonome reposant uniquement sur des données qualitatives, ou faire partie d'une étude à méthodes mixtes combinant des données qualitatives et quantitatives. Plusieurs démarches qualitatives sont relatives aux études de cas avec le cas unique, les cas multiples et la théorie enracinée. Il est reconnu, l'existence d'autres démarches qualitatives, notamment l'étude de cas multiples, l'ethnographie et la recherche-action.

Premièrement, l'étude de cas multiple explique un phénomène dans son environnement naturel, la collecte de données se fait à travers des entretiens, sources documentaires, observations. Deuxièmement, la démarche ethnographique vise à décrire, expliquer ou comprendre des croyances ou pratiques d'un groupe en analysant un cas en profondeur, la collecte de données se fait à travers l'observation continue du phénomène dans son contexte et des méthodes secondaires de tout type. Finalement, la recherche-action a pour objectif primordial de transformer la réalité et produire des connaissances à partir de cette transformation. Les méthodes de collecte de données sont variées comme les entretiens, les sources, l'observation et les questionnaires.

4.3. Démarche intégrée ou mixte

L'utilisation d'approches mixtes implique l'intégration de méthodologies qualitatives et quantitatives. L'intégration de méthodologies qualitatives et quantitatives au sein d'un même modèle d'étude a été encouragée par plusieurs auteurs, et a gagné en popularité au cours des dix dernières années (Creswell, Clark, Gutmann, et Hanson, 2003). Les méthodes mixtes peuvent être utilisées pour obtenir une description et une interprétation solides des données, pour rendre les résultats quantitatifs plus accessibles ou pour déterminer la pertinence plus large des résultats qualitatifs obtenus à partir d'un petit échantillon. Les méthodes peuvent se combiner de manière séquentielle ou intégrée pour servir des objectifs différents (Thietart, 2014, p. 181). La démarche de triangulation permet d'augmenter la validité de la recherche.

Section 2. Design de recherche des déterminants de localisation des F&As transfrontalières marocaines

L'architecture de la recherche ou design de recherche est la locomotive qui organise les différents éléments de la recherche et comprend généralement une problématique, une revue de la littérature, des données, une analyse et enfin le résultat (Thietart, 2014, p. 169). Dans ce sens, le chercheur doit identifier sa méthode de recherche, c'est-à-dire le processus qui conduira à la création de connaissances. En ce sens, deux processus majeurs sont connus pour la production de connaissances, à savoir l'exploration et le test. Nous adoptons le processus de test pour mettre à l'épreuve la réalité d'un élément théorique pour valider une hypothèse.

L'architecture de recherche de cette thèse qui se compose principalement d'un sujet, d'une littérature, de données, d'une analyse et d'une conclusion est fortement tributaire du positionnement épistémologique. Premièrement, nous construisons notre question de recherche à partir des contradictions entre les croyances et les faits issus de la revue de littérature (Thietart, 2014, p. 55-56). Deuxièmement, nous définissons notre posture épistémologique, notre modèle de raisonnement et notre démarche de recherche. Finalement, nous déterminons nos variables et présentons la méthode d'analyse de données.

1. Question de recherche

Ce travail de recherche est une réponse aux demandes de Dunning, Kim, et Park (2008) et Teagarden, Von Glinow, et Mellahi (2018) sur l'impératif de contextualisation dans les études en commerce international. Dans ce sens, la première question émise prend en considération l'émergence du contexte, la rareté et l'incohérence des études et finalement l'appel des chercheurs. La question de recherche peut ainsi être formulée : quels sont les déterminants transnationaux qui expliquent l'activité des F&As sur le marché marocain ?

2. Détermination de la posture épistémologique

Thietart (2014, p. 170) affirme que « chaque design de recherche s'inscrit au moins dans une perspective épistémologique et les tenants de la perspective positiviste ne reconnaissent que la méthode scientifique hypothéticodéductive quantitative comme démarche scientifique ». Dans

ce sens, le positionnement épistémologique choisi dans cette étude est le positivisme. Ce choix est justifié par trois raisons.

- Premièrement, nous trouvons que l'étude est caractérisée par l'objectif dualiste, c'est-à-dire que l'étude des déterminants transnationaux met le chercheur loin du phénomène ;
- Deuxièmement, l'existence d'une détermination naturelle, vue de la présence des associations constatées par le biais de l'observation empirique des faits, et les liens de causalité entre les variables à expliquer et les variables explicatives ;
- Troisièmement, la mobilisation des théories pour expliquer des associations et des faits dans la réalité. Ces théories seront confrontées à la réalité pour le test.
- Quatrièmement, nous accordons une grande importance à l'interprétation et à la subjectivité dans la recherche, et nous croyons que les relations entre variables peuvent varier en fonction des circonstances.

3. Définition du modèle de raisonnement

Cette question de recherche se base sur une théorie de portée générale dont dérivent des hypothèses. À cet égard, la déduction est le raisonnement scientifique optimal pour vérifier les hypothèses établies à partir de la revue de littérature et reconnues comme testables. La démarche de raisonnement scientifique utilisée est l'hypothético-déductif quantitatif dans le cadre d'une posture positiviste (Thietart, 2014, p. 169-170). D'après Park, Konge, et Artino (2020), le modèle hypothéticodéductif s'appuie sur la vérification d'hypothèses a priori et l'expérimentation en opérationnalisant des variables. Cette recherche utilise la méthodologie de test des hypothèses tirées de travaux empiriques sur les IDE ou les F&Ats dans d'autres contextes géographiques.

Nous construisons a priori des hypothèses vérifiables à partir de deux théories (OLI) de Dunning (1993, 2000), Dunning (1986), Dunning et Narula (1993) et de la théorie des institutions de North (1991), ainsi que des modèles correspondant à notre recherche, puis nous établissons des tests pour les accepter ou les décliner. Les théories sont principalement testées à l'aide d'approches quantitatives dans le cadre d'une approche hypothéticodéductive. Pour la méthode hypothéticodéductive, nous suivons les étapes telles que stipulées par Tariq (2015, p. 229), notamment l'énoncé du problème avec un objectif précis, la création d'hypothèses

testables et falsifiables et, comme nous allons le voir dans le point suivant, la collecte de données quantitatives et la mise en œuvre d'une analyse de données pour vérifier les hypothèses et interpréter les résultats pour comprendre et conclure.

4. Démarche de recherche

Notre objectif est d'analyser à la fois l'influence du facteur macro-économique et du facteur institutionnel du Maroc et des pays étrangers impliqués dans les opérations de F&Ats. Dans ce sens, nous mobilisons des variables indépendantes sous forme de proportion⁵⁶. Ces proportions ont été extraites de plusieurs bases de données appartenant à des institutions internationales et feront l'objet de vérification. Dans ce sens, conformément à Brabet (1988), Hammersley (1999), Thietart (2014, p. 121), l'analyse quantitative est la démarche idéale à adopter.

4.1. L'échantillon de recherche

Nous compilons des données sur les opérations de F&Ats impliquant au moins une entreprise marocaine. Nous avons recueilli 280 transactions de F&Ats sur une période de 17 ans (01 janvier 2005 à 31 décembre 2021). Finalement, après un premier filtrage, nous conservons un échantillon de 256 transactions. La Figure 7 présente l'échantillon de recherche de l'étude des déterminants de localisation des F&Ats sur le marché marocain.

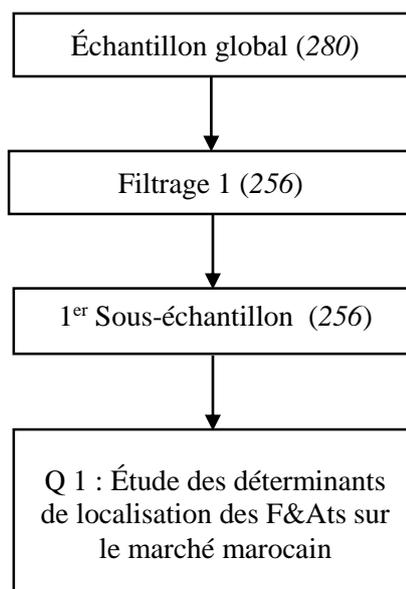


Figure 7 Filtrage de l'échantillon global pour la première question de recherche

⁵⁶ Avec l'existence d'un zéro naturel (Thietart, 2014, p. 119-120)

Notre premier échantillon correspond à l'analyse des déterminants de localisation des F&As au Maroc et répond au filtrage suivant :

- Les annonces comprennent des transactions transfrontalières effectuées par des entreprises dont au moins une d'entre elles est située au Maroc ;
- Les transactions doivent être annoncées et achevées et le pourcentage d'acquisition doit être (supérieur) ou (égal) à 50 % (acquisition) (fusion) ;
- Aucune restriction courante telle que l'exclusion des acquéreurs ou des cibles non cotées, des petites cibles ou des transactions sans valeur de transaction conformément aux conclusions et aux recommandations de Netter, Stegemoller, et Wintoki (2011) ;
- Nous excluons les opérations impliquant des entreprises marocaines non cotées sans identifiant fiscal d'après le système d'information de la DGI et aucune information diffusée auprès des JAL sur l'opération de F&A.

Ces opérations mettent en jeu le Maroc avec cinquante-cinq (55) pays en provenance de sept (7) régions. La région d'ASS englobe vingt et un (21) pays (Angola, Bénin, Burkina Faso, Cameroun, Cap-vert, Gabon, Guinée, Côte d'Ivoire, Kenya, Madagascar, Mali, Mauritanie, Niger, Nigeria, République démocratique du Congo, Rwanda, Sénégal, Afrique du Sud, Tchad et Togo et les Îles Maurice). La région MENA comprend neuf (9) pays (l'Arabie saoudite, Bahreïn, Égypte, Israël, Liban, Qatar, Arabie-Saoudite, Tunisie, Émirats arabes unis). L'Europe comprend quatorze (14) pays dans notre échantillon (Allemagne, Belgique, Danemark, Finlande, France, Islande, Italie, Luxembourg, Malte, Portugal, Espagne, Suède, Suisse, Royaume-Uni). La région asiatique comprend cinq (5) pays (Inde, Japon, Malaisie, Singapour, Turquie). La région d'Amérique latine s'accapare trois (3) (Brésil, Équateur, Mexique). Finalement, l'Australie.

Plusieurs évènements ayant un lien direct ou indirect avec le Maroc ont marqué la frise chronologique retenue.

- En premier lieu, les changements politiques et géopolitiques qui ont affecté le Maroc vis-à-vis de l'Afrique et de la région MENA, tels que le printemps arabe (2010), l'adhésion du Maroc à l'Union africaine (2017), le conflit du Sahara occidental (1975 — à présent), le renforcement de la coopération sud-sud (2011) et l'ouverture sur l'Afrique (2000-à présent), l'accord de principe avec la CEDEAO (2017), la normalisation des relations avec Israël (2020).

- Deuxièmement, les efforts à l'investissement déployés par les gouvernements pour encourager les IDE sortants et les attirer davantage des IDE. Nous citons, le statut avancé obtenu par le Maroc auprès de l'Union européenne (2008), la signature de nombreux accords de libre-échange, la mise en œuvre de multiples plans sectoriels, le renforcement d'allègements fiscaux dans le cadre des différentes lois de finances annuelles, adoption des politiques des grands chantiers (2005), le rattachement du dirham à des pondérations de 60 % d'euros et 40 % de dollars (2015), élargissement de la bande des fluctuations des cours du dirham - /+2,5 % par rapport au cours central des maintiens des pondérations du panier (2018), -/+ élargissement de la bande -/+5 % par rapport au cours central en maintenant les pondérations du panier. Aiguiller les IDE sortants du Maroc en éliminant les accords préalables auprès de l'Office des changes, l'accroissement du plafond des investissements marocains à l'étranger (2010), la création des fonds pour consolider la présence des opérateurs privés marocains sur le marché africain.

- Troisièmement, le pays a amélioré la qualité de ses institutions formelles en établissant un certain nombre d'institutions pour améliorer le climat des affaires et démocratiser la vie politique et publique, notamment par l'adoption d'une nouvelle constitution en 2011, ainsi que par la révision de son arsenal juridique, comme le Code des assurances (2002), le Code du travail (2003) et le Code des droits réels (2011 et 2017).

- Quatrièmement, le choix de cette période se justifie par la disponibilité de données économiques, institutionnelles et diplomatiques actualisées sur des nations spécifiques, comme celles de l'ASS.

4.2. Variables et sources de données

L'Annexe 1 identifie les différentes variables manipulées pour répondre à notre première problématique de recherche. L'Annexe 1 présente également nos sources de données. L'utilisation de plusieurs sources de données, améliore la valorisation des données comme recommandé par Patton (2014). Dans ce sens, nous multiplions nos sources de données pour les variables dépendantes (variables à expliquer) et pour les variables indépendantes (variables explicatives).

D'abord, pour la variable dépendante qui est représentée par le volume des opérations des F&Ats. Nous combinons deux bases de données (Refinitiv⁵⁷ et Zephyr) afin de pallier toute

⁵⁷ Ex-Thomson Reuters

échappatoire d'information et/ou épargner éventuellement l'inexactitude ou l'erreur de chacune des deux bases de données conformément aux constats de Bollaert et Delanghe (2015). Par la suite, nous contrôlons l'ensemble de ces informations après élimination des doublons, soustraction des opérations impliquant des entreprises sans identifiants fiscaux.

De nombreux chercheurs voient que l'utilisation du nombre de projets d'investissement comme variable dépendante exprimant le volume est une alternative efficace à l'examen de l'activité des F&Ats, voir les travaux de Deng et Yang (2015) ; Lin et al (2009) et Zhang et al (2011).

Ensuite, les variables indépendantes qui représentent, en premier lieu, la performance économique, commerciale et institutionnelle du pays et qui représentent également les caractéristiques culturelles et diplomatiques nationales ont été importées auprès de plusieurs institutions internationales, institutions gouvernementales, agences de presse, base de données de Hofstede pour le calcul de l'indice de Kogut-Singh. Nous avons pareillement affecté à certains proxys des variables catégorielles dites variables muettes « dummy variable ».

Finalement, nous exploitons des variables de contrôle qui représentent la catégorisation économique des pays selon le Fonds monétaire international. La catégorisation économique a été de plus manipulée par Erel, Liao et Weisbach (2012) qui a décomposé son échantillon des pays en fonction de la puissance du revenu (élevé ou faible). Dans notre cas, nous proposons la classification retenue par le Fonds monétaire international, à savoir, pays développé, pays émergent ou pays en voie de développement.

Selon l'Annexe 2 et l'Annexe 3 qui représentent respectivement les matrices de corrélations des variables explicatives des F&Ats sortantes du Maroc et les matrices de corrélation des variables explicatives des F&Ats entrantes au Maroc, la corrélation est jugée faible entre les variables. En outre, les mêmes tableaux renseignent que les tests du facteur d'inflation de variance (VIF) figurant dans la dernière colonne pour chaque variable est inférieur à 10, ce qui dénote l'absence du risque de multicollinéarité. Ces résultats sont utiles pour l'élaboration des modèles d'analyse.

4.3. Méthodes d'analyse de données

L'analyse des déterminants transnationaux de localisation vise à comprendre leur impact sur le volume des F&Ats entre 2005 et 2021. Dans ce sens, notre variable dépendante est le volume

des F&Ats qui est calculé en nombre de transactions par année impliquant au moins une entreprise résidente sur le territoire marocain. Les données de notre échantillon sont des données de panel observées dans le temps. En l'occurrence, l'approche est longitudinale.

4.3.1. *Analyse des données*

Le nombre des transactions des F&Ats sur le marché marocain qui est une variable dépendante sera assimilé à des observations ou d'apparition d'un événement dans le temps et qui ne comprendront que des valeurs entières non négatives, c'est-à-dire $y \in \{0, 1, 2, \dots\}$. Ces données seront traduites en analyse de Panel⁵⁸, car cette analyse fournit des informations à partir d'un ensemble de données sur le comportement de la section transversale observé dans le temps (Fitrianto et Musakkal, 2016). Les variables d'intérêt sont enregistrées pour chaque pays sur plusieurs années, nous sommes en conséquence dans une des données longitudinales recueillies à une fréquence régulière, chronologique avec des observations sur un ensemble d'individus (Çaglayan Akay, 2019). Dans ce sens, toute autre analyse des hypothèses en modèle linéaire classique pour le traitement des données de type comptage s'avérera absurde et biaisera l'erreur standard des paramètres du modèle de l'analyse et générera une estimation inexacte de la valeur de p . Par exemple, la régression via la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO) peut/prédit des valeurs négatives et prédit également des valeurs non entières, ce qui est erroné.

Pour pallier toutes ces erreurs d'estimation, nous travaillerons sur les extensions des modèles les plus familiers pour les données de comptage, à savoir les modèles de Poisson et binomiaux négatifs. Voir Chatterjee et Simonoff (2013) ; Greene (2005) ; Mohr Wilson et Freund (2021).

D'après Wooldridge (2010), le modèle de régression général appliqué aux données de comptage est décrit par l'équation suivante :

$$\ln(Y_i) = \ln(\lambda_i) = \alpha + \beta_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} + \dots + \beta_k X_{ki}$$

Avec $j = 1, 2, 3, \dots$

⁵⁸ L'analyse économétrique des données de panel a commencé durant les années soixante. Par exemple, dans les travaux de Balestra et Nerlove (1966) et Hoch (1962).

Où λ_i représente le nombre attendu d'occurrences pour une exposition donnée, α est l'ordonnée à l'origine, les coefficients estimés pour chaque prédicteur, la variable X_j est représentée par β_j , et i représente chaque observation dans l'échantillon.

4.3.1.1. Le modèle de poisson

L'application originale de Poisson remonte à 1838, par Siméon-Denis Poisson, comme une approximation de la distribution binomiale, lorsque la probabilité de succès est faible et le nombre d'essais est grand. Le modèle de poisson est un modèle linéaire généralisé « GLM » (Generalized linear model) avec généralement une fonction de lien logarithmique⁵⁹.

Les données de poisson sont intrinsèquement à valeur entière. Il s'agit de la loi des événements rares. L'environnement stochastique naturel pour la variable comptée est un processus ponctuel de Poisson pour l'occurrence de l'événement d'intérêt. On suppose que les événements se produisent de manière aléatoire et uniforme dans le temps. Soit X le nombre d'événements se produisant (arrivées) dans une période de temps fixe (intervalle de temps de longueur donnée). Alors, X aura une distribution de Poisson de paramètre λ .

$$P(x) = \frac{\lambda^x e^{-\lambda}}{x!}, x= 0, 1, 2, \dots$$

Le paramètre d'intensité, λ , représente le nombre attendu d'occurrences dans une période de temps fixe - c'est-à-dire $\lambda=E[X]$. C'est aussi la variance du comptage : $\lambda=Var[X] \rightarrow \lambda>0$ et la propriété additive est conservée.

Le modèle de régression de Poisson ne contient aucun terme d'erreur distinct comme le ϵ présent dans la régression linéaire, car λ détermine à la fois la moyenne et la variance de la variable aléatoire de Poisson.

D'après une optique mathématique, il existe une relation entre les décomptes et les durées. Si pour chaque $t > 0$, le nombre d'arrivées dans l'intervalle de temps $[0, t]$ suit la distribution de Poisson de moyenne λt , alors la séquence des temps entre les arrivées sont des variables aléatoires exponentielles indépendantes et identiquement distribuées ayant une moyenne de $1/\lambda$.

Nous pouvons également modéliser les données de durée en fonction des covariables X . Souvent, l'approche à utiliser dépend des données disponibles. Étant donné la distribution de

⁵⁹ Contrairement à la fonction logarithmique, la régression linéaire habituelle est un GLM gaussien.

Poisson, nous modélisons la moyenne -c'est-à-dire λ - en fonction des covariables. Cela crée le modèle de régression de Poisson ci-dessous.

$$P(Y_i = j/X_i) = \frac{e^{-\lambda_i} \lambda_i^j}{j!}; \quad \text{Avec,} \quad J=0,1,2,3 \dots;$$

$$\lambda_i = E[Y_i|X_i] = \text{Var}E[Y_i|X_i] = \exp(x_i' \beta); \quad \text{Avec ; } \lambda_i > 0$$

De ce fait :

$$\lambda_i = \exp(\beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_i X_i)$$

Avec $\beta_0, \beta_1, \beta_2, \dots, \beta_i$ qui sont les estimations des coefficients des variables explicatives de la régression. L'approche standard pour estimer les coefficients du modèle suppose une certaine forme d'estimation du maximum de vraisemblance, en utilisant soit l'algorithme de Newton-Ralphson, soit les moindres carrés pondérés de manière itérative, utilisés par le modèle linéaire général.

4.3.1.2. Le modèle binomial négatif

En présence d'une surdispersion de Poisson pour les données de comptage, une distribution alternative appelée distribution binomiale négative est envisageable. D'après Greene (2005), le modèle de Poisson impose une hypothèse générale et restrictive selon laquelle la variance conditionnelle est égale à la moyenne conditionnelle. Cependant, le modèle binomial négatif (NB) incorpore un terme supplémentaire pour tenir compte de la variance excessive. Il peut être utilisé quand la variance est nettement supérieure à la moyenne. Cependant, ce modèle est utile pour les besoins actuels d'obtenir la spécification par l'introduction d'une hétérogénéité non observée dans le modèle de régression de Poisson. Il est reconnu l'existence de deux types de modèles négatifs binomiaux. La loi négative binomiale une (NB1) et la loi négative binomiale (NB2). La première loi (NB1), est appelée aussi quasi-poisson :

$$\text{Var} = \mu * \xi$$

Avec μ : moyenne ; et ξ : paramètre de surdispersion

La deuxième loi (NB2) :

$$\text{Var} = \mu(1 + \mu \frac{1}{\xi}) \text{ Ou } \text{Var} = \mu + (\mu^2)/\xi$$

Avec μ : la moyenne ; et ξ : paramètre de surdispersion

Ver Hoef et Boveng (2007) voient que parmi les limites du (NB2) et que l'AIC⁶⁰ ne s'applique pas nécessairement aux modèles quasi-poisson (NB1). D'après Cameron et Trivedi (2010), les modèles de régression (NB2), avec expression quadratique de la variance, sont préférables aux modèles de régression (NB1), car ils présentent de meilleures approximations de fonctions de variance plus générales (Fávero Belfiore, 2019).

$$p(Y_i = m) = \frac{\Gamma(m+\psi)}{\Gamma(m+1)\Gamma(\psi)} \left(\frac{\psi}{u_i+\psi}\right)^\psi \left(\frac{u_i}{u_i+\psi}\right)^m ; \quad \text{Avec } m = 0, 1, 2, \dots ;$$

Où ψ c'est appelé le paramètre de forme ($c > 0$)

Le modèle (NB2) doit respecter les statistiques suivantes :

$$\text{Moyenne : } E(Y) = u ; \quad \text{Variance : } \text{Var}(Y) = u + \phi \cdot u^2 ; \quad \text{avec : } \phi = \frac{1}{\psi}$$

D'après Fávero et Belfiore (2019), l'expression de la variance exprimée ci-dessus de la distribution binomiale négative dénote la surdispersion. Si, par exemple, nous vérifions que $\phi \rightarrow 0$, ce phénomène ne sera pas présent dans les données estimant le modèle de régression de Poisson vu que la variable dépendante moyenne sera égale à sa variance.

4.3.2. Le choix du modèle approprié

Le choix d'estimation des paramètres du modèle dépend de la méthode du maximum des vraisemblances. Dans ce sens, nous retenons α comme paramètre de surdispersion. Une valeur positive et significative de α justifie soit le choix du modèle de poisson ou bien celui de (NB2). Si la (*valeur p* < 0,05), cela signifie que le modèle de Poisson sera rejeté en faveur du modèle (NB2). Cependant, une valeur positive/nulle et non significative de α avec (*valeur p* > 0,05) indique que le modèle (NB2) se réduit à un modèle de Poisson. La Figure 8 présente le schéma du test de vraisemblance pour le modèle de regression de comptages.

⁶⁰ Akaike's information criterion: Critère d'information utilisé pour comparer différents modèles possibles et déterminer celui qui convient le mieux aux données. Il est calculé à partir de nombre de variables indépendantes utilisées pour construire le modèle et l'estimation du maximum de vraisemblance du modèle (dans quelle mesure le modèle reproduit les données).

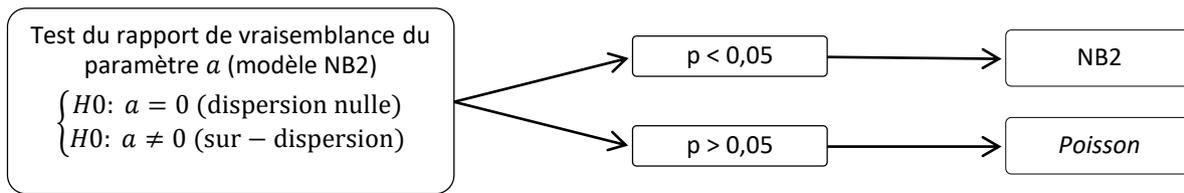


Figure 8 Schéma du choix du modèle de régression de comptages

Pour les deux modèles récemment mentionnés (Poisson) et (NB2). Nous trouvons des modèles de régression de comptage à effets fixes ainsi que des modèles de régression de comptage à effets aléatoires. En statistique, Gelman (2005) soutient que si un effet est supposé être une valeur réalisée d'une variable aléatoire, alors il est appelé un effet aléatoire. D'autre part, Gelman et Hill (2007) concluent que « les effets aléatoires sont estimés avec une mise en commun partielle, alors que les effets fixes ne le sont pas ».

Selon Torres-Reyna (2007), le concept d'effets fixes dans l'analyse du canal est que les entités ont des caractéristiques individuelles qui peuvent ou non avoir un impact sur le résultat et/ou les variables prédictives. Les qualités individuelles n'étant pas aléatoires et pouvant influencer les variables de prédiction ou de résultat, nous devons en tenir compte dans ce scénario. De cette manière, l'effet des prédicteurs ne sera pas influencé par ces caractéristiques fixes. En général, dans les effets fixes de l'entité, on suppose une corrélation entre le terme d'erreur de l'entité et les variables prédictives. Cependant, les effets fixes d'une entité ne peuvent pas être corrélés avec ceux d'une autre entité.

Le modèle de régression à effets fixes s'écrit de la façon suivante :

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta X_{it} + u_i + e_{it} \quad \text{Avec} \quad i = 1 \dots n ; t = 1 \dots T$$

Y_{it} : Variable dépendante (pour l'entité i au temps t) ;

α_i : Interception inconnue pour chaque entité (n interceptions spécifiques à l'entité) ;

X_{it} : Variable indépendante de l'unité i au temps t ;

u_i : Terme d'erreur intra-entité ;

e_{it} : Terme d'erreur global ;

β^{61} : Pour une entité donnée, lorsqu'un prédicteur change d'une unité au fil du temps, le résultat augmentera/diminuera de β unités.

Cependant, Torres-Reyna (2007) voit que la logique derrière le modèle à effets aléatoires est que la variation entre les entités est supposée être aléatoire et non corrélée avec les variables indépendantes incluses dans le modèle. L'avantage des effets aléatoires est qu'elles incluent des variables invariantes dans le temps. Dans le modèle à effets fixes, ces variables sont absorbées par l'interception.

Greene (2008) voit que la distinction entre les effets fixes et aléatoires se trouve dans l'effet individuel non observé qui incorpore des éléments qui sont corrélés avec les régressions du modèle. Finalement, les effets aléatoires supposent que le terme d'erreur de l'entité n'est pas corrélé aux prédicteurs, ce qui permet aux variables invariantes dans le temps de jouer un rôle de variables explicatives.

Le modèle s'écrit de la façon suivante :

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta X_{it} + u_i + e_{it}$$

L'estimateur à effets fixes est plus précis que l'estimateur à effets aléatoires, mais moins efficace, car il a une variance supérieure. D'un autre côté, l'estimateur des effets aléatoires est plus efficace que l'estimateur des effets fixes, mais peut être biaisé. Le test de spécification Hausman compare essentiellement les paramètres des modèles à effets fixes et celui des effets aléatoires.

Le modèle de spécification d'Hausman, Hall et Griliches (1984), compare essentiellement les paramètres des modèles à effets fixes MEF et MEA :

$$H_0 : \beta_{EF} = \beta_{EA}$$

Si nous ne rejetons pas H_0 ($\beta_{EF} = \beta_{EA}$), alors les estimateurs des effets fixes et aléatoires sont cohérents. Dans ce cas, nous pouvons choisir l'estimateur des effets aléatoires, car il est plus efficace. Si on ne rejette pas H_0 ($\beta_{EF} \neq \beta_{EA}$), alors l'estimateur à effets fixes est le seul cohérent et doit être choisi. La statistique utilisée dans ce test est

⁶¹ β représente un effet commun entre les entités contrôlant l'hétérogénéité.

$$H = [\beta_{EF} - \beta_{EA}]'(var \beta_{EF} - var \beta_{EA})^{-1}[\beta_{EF} - \beta_{EA}]'$$

La statistique H est distribuée asymptotiquement χ^2 avec des degrés de liberté égaux au rang de $\hat{\beta}^{FE}$ sous l'hypothèse nulle que l'estimateur des effets aléatoires est cohérent (A. C. Cameron et Trivedi, 2013). La Figure 9 dénote les différents scénarios du modèle de regression en fonction du test d'Hausman.

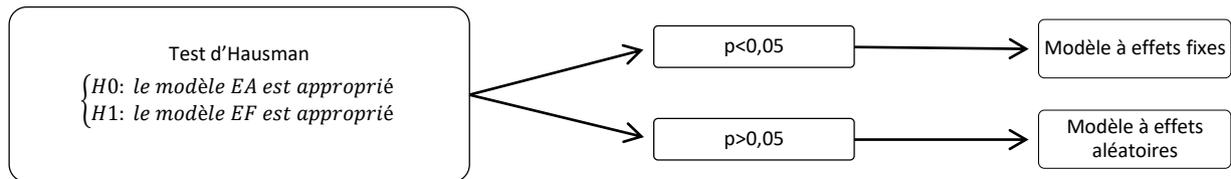


Figure 9 Scénarios du modèle de régression de comptages en données de panel

4.3.3. Modèles de régression retenues

Le choix des modèles de régression appropriés pour notre étude dépend principalement des deux tests, à savoir, le test du rapport de vraisemblance du paramètre du modèle NB2 (pour choisir entre le modèle Poisson et le modèle NB2) et le test d'Hausman (pour choisir entre le modèle à effets aléatoires et le modèle à effets fixes).

L'Annexe 4 et l'Annexe 5 présentent respectivement les différents modèles relatifs à l'analyse des déterminants des F&Ats sortantes du Maroc et les résultats du test de surdispersion et ceux du test d'Hausman. Les modèles NB2 à effet aléatoires sont applicables pour l'ensemble des modèles (1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12, 17, 18, 19, 20, 21, 22, 23 et 24). Les modèles de poissons à effets aléatoires sont applicables pour les modèles (13, 14, 15, 16).

L'Annexe 6 et Annexe 7 et présentent respectivement les différents modèles relatifs à l'analyse des déterminants des F&Ats entrantes du Maroc et les résultats du test de surdispersion et ceux du test d'Hausman. Les modèles NB2 à effets aléatoires (1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12, 17, 18, 19, 20, 21, 22, 23 et 24). Les modèles de poissons à effets aléatoires sont applicables pour les modèles (13, 14, 15 et 16).

Section 3. Design de recherche des déterminants de création de valeur dans les F&As transfrontalières marocaines

Dans cette troisième section, nous cherchons à répondre à une question de recherche relative à la création de valeurs. Thietart (2014, p. 169) conditionne l'adéquation du design à la question de recherche. Dans ce sens, nous proposons un design de recherche compatible avec la question de recherche relative à la création de richesse sur le court terme dans le marché boursier chez les actionnaires marocains dans le cadre des opérations de F&A.

Comme dans la première partie, nous examinons la littérature pour déterminer les lacunes, les incohérences entre la théorie et les travaux empiriques. À cet égard, notre cadre théorique primitif est la théorie du signal de Spence (1973) et une autre théorie sous-jacente qui est celle d'asymétrie d'information d'Akerlof (1970), puis dérive deux théories explicatives de la création de richesse sur le marché boursier qui sont l'école néo-classique et l'école comportementale (Mueller et Yurtoglu, 2007).

1. Question de recherche

Seules quelques recherches se sont concentrées sur la création de richesse sur les marchés boursiers à court terme parmi les entreprises africaines. Cependant, nous avons remarqué un intérêt croissant pour ce problème dans la région MENA. Les acheteurs des marchés émergents comme la Chine et l'Inde ont montré un intérêt croissant pour les entreprises africaines. Les investisseurs de ces nations sont toujours à la recherche de moyens d'accroître leur richesse et s'inquiètent de son épuisement, en particulier sur un continent dans lequel les principales nations européennes dépendent fortement des ressources naturelles.

L'anticipation de la création de richesse chez les actionnaires est une tâche difficile (Susan Cartwright et Schoenberg, 2006). Les résultats actuels sont liés au contexte géographique et temporel de recherche (Ibrahimi et Taghzouti, 2014a ; Tao et al., 2017). Malgré l'importance du sujet dans les études sur les F&As, le contexte géographique ayant reçu une attention particulière est celui des États-Unis, du Royaume-Uni, de l'Europe et récemment de la Chine et de la région MENA. Malheureusement, peu d'études ont mis en exergue la création de richesse

en Afrique lors de l'annonce des F&As. Dans le même ordre d'idées, aucune étude jusqu'à présent n'a analysé la réaction du marché boursier marocain à l'annonce des F&As.

À cet égard, tenant compte des lacunes, des incohérences dans les recherches sur les F&As, nous élaborons notre question de recherche relative à la création de richesse sur le court terme dans le marché boursier de la BVC auprès des actionnaires marocains qui est la suivante : l'annonce de la F&At marocaine crée-t-elle de la valeur pour les actionnaires marocains ? Quels sont les déterminants de création de valeur boursière dans les opérations de F&At marocaine ? Pour répondre à cette problématique de recherche, nous présentons dans les paragraphes ci-dessous la posture épistémologique, la méthode de raisonnement et la méthode de recherche.

4.1. Détermination de la posture épistémologique

Comme pour la première partie de notre problématique de recherche, nous inscrivons notre design de recherche pour la problématique de création de valeur chez les actionnaires marocains dans une posture épistémologique positiviste avec une méthode scientifique hypothético-déductive quantitative conformément à Thietart (2014, p. 170). Le choix de cette posture épistémologique est expliqué par les raisons suivantes :

- Nous sommes dans une position d'extériorité (Objectivisme) (Coulon, 1987) et nous cherchons à tester un objet théorique, nous sommes dans une approche de vérification ou de test d'hypothèse ;
- La garantie d'objectivité et le degré de rigueur et de précision à travers l'exploitation des données de nature numérique ;
- Exploitation des données d'expérimentation pour tester les hypothèses ;
- Forte influence du critère de subjectivité et de contextualisation.

4.2. Définition du modèle de raisonnement

Compte tenu des explications présentées ci-dessous, nous adoptons une démarche l'hypothético-déductive quantitative, car comme cité, ce modèle est le plus aligné avec le paradigme positiviste (Y. S. Park et al., 2020). Nous creusons dans deux écoles théoriques fondamentales de création de richesse, à savoir, la théorie du signal et l'école néo-classique pour comprendre la création ou la destruction de valeurs auprès des actionnaires marocains.

Dans cette perspective, nous mobilisons en premier lieu de nombreux travaux empiriques qui déterminent à quel actionnaire (Entreprise acquéreuse) ou (Entreprise cible) profite le plus la création de richesse au moment de l'annonce des opérations de F&As. Nous déployons en second lieu des travaux empiriques liés à la fuite d'information lors de la période de pré-annonce. Finalement, nous faisons appel aux travaux empiriques liés aux déterminants de la création de valeur.

4.3. Démarche de recherche

Dans cette partie, notre objectif est d'étudier l'impact de l'annonce de l'opération de F&A sur les rendements des actionnaires des entreprises marocaines. À cet égard, nous exploitons des données quantitatives collectées auprès des plateformes boursières. Nous mobilisons également des hypothèses dans d'autres travaux de recherche afin de vérifier. En l'occurrence, l'optique de vérification guide la démarche de recherche et comme cité par Brabet (1988) ; Hammersley (1999) et Thietart (2014, p. 121), l'analyse quantitative est la démarche idéale.

4.3.1. Le 2^e sous-échantillon de recherche

Pour la deuxième question de recherche, nous mobilisons l'ensemble des opérations des F&Ats réalisées par un acquéreur marocain coté et les opérations des F&Ats comportant une cible marocaine cotée. En l'occurrence, nous recensons, 42 transactions de F&Ats sur une période de 17 ans allant du 01 janvier 2005 au 31 décembre 2021, dont 34 transactions sont opérées par des entreprises acquéreuses cotées marocaines et 8 transactions comprennent des cibles marocaines cotées, voir la Figure 10.

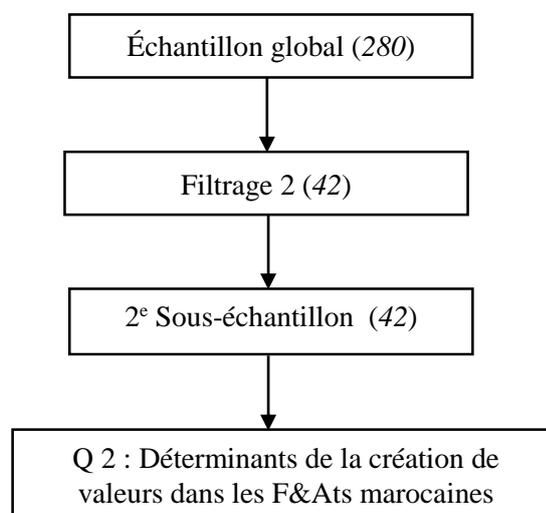


Figure 10 Filtrage de l'échantillon global pour la deuxième question de recherche

Notre échantillon correspond au nombre des transactions de F&Ats. Nous déterminons cette fois-ci certaines restrictions à notre échantillon.

- Les transactions doivent être annoncées et achevées et le pourcentage d'acquisition doit être (supérieur) ou (égal) à 50 % (acquisition) (fusion) ;
- Les annonces comprennent des transactions effectuées par des entreprises marocaines, dont au moins une d'entre elles est cotée à la BVC ;
- Nous excluons tous les événements qui sont annoncés avec des informations pertinentes pour le cours de l'action, autres que l'événement étudié de Jong et Naumovska (2016) ;
- Les informations boursières nécessaires sur les entreprises impliquées dans les F&Ats doivent être disponibles ;
- Les sociétés ayant conclu plusieurs transactions de F&Ats au cours de la période d'observation sont incluses, à condition qu'aucun événement majeur ne se soit produit 15 jours avant et 15 jours après l'opération de F&A.

Les événements ayant marqué notre période de recherche, sont les mêmes que stipulés dans le premier échantillon relatif aux déterminants de localisation.

- Les acquisitions opérées par 34 acquéreurs marocains cotés ont ciblé majoritairement des cibles situées en ASS (82,35 %) avec le Sénégal, la Côte d'Ivoire, Cameroun, Gabon, Burkina Faso, Mali, République démocratique du Congo, Togo, Mauritanie, Kenya, Angola, Niger, Bénin, Guinée, Tchad et l'île Maurice. La région MENA avec le Liban, l'Égypte et la Tunisie s'accaparent 8,82 % de l'échantillon et la région d'Europe avec la France, le Luxembourg et le Royaume-Uni s'accaparent aussi 8,83 % de l'échantillon.
- Cependant, les acquisitions étrangères de cibles marocaines cotées n'ont pas été nombreuses. Notre 2e échantillon montre que les acquéreurs étrangers de cibles marocaines proviennent de la France avec 37,5 % de l'échantillon, Émirats arabes unis 25 %, Royaume-Uni 12,5 %, le Luxembourg 12,5 % et finalement l'Irlande 12,5 %.

4.3.2. Variables et sources de données

L'Annexe 1 identifie également les différentes variables manipulées ainsi que les sources de nos variables (voir partie 2) pour répondre à notre seconde question de recherche. D'après Armitage (1995), rapportés par Basdas et Oran (2014), la période peut se situer avant ou après la fenêtre d'événement (ou les deux périodes) et qu'une courte estimation ne s'accompagne pas de données périmées. En outre, Armitage (1995) et MacKinlay (1997) rapportés également par

Basdas et Oran (2014) indiquent que le « *Modèle de marché/Market Model* » traite les problèmes d'hétéroscédasticité et d'autocorrélation, il permet également d'éliminer certains des rendements incorporés dans les rendements de marché et finalement le modèle suppose une distribution normale.

À partir des travaux d'Armitage (1995) et de MacKinlay (1997), nous mesurons la création de valeur par les F&Ats marocaines. Nous exploitons la méthode d'étude d'événement de Fama, Fisher, Jensen, et W. Roll (1969) en fixant la date d'annonce comme date d'information de transaction (J0). Notre période d'estimation est de 120 jours de bourse et se termine 45 jours avant le jour de l'événement. Les 45 jours cités, comprennent 30 jours, dits période entre l'estimation et l'événement et 15 jours avant la date d'annonce (ou avant le jour 0). En outre, nous retenons aussi 15 jours après la date d'annonce. Nous utilisons également le « *Modèle de marché/Market Model* » qui reliera le rendement de l'action de l'entreprise concernée au rendement de l'indice du marché qui est dans notre recherche (MASI⁶²) afin de calculer les RAs et les RAMCs.

4.3.3. Méthodes d'analyse de données

Dans le cadre de l'analyse des facteurs contribuant à la création de valeur, nous traitons en premier lieu la méthode d'événement. Cette approche explore l'impact de l'annonce d'opérations de F&Ats sur les rendements du marché boursier de la BVC. Par la suite, dans le second point, nous examinons les déterminants de la création de valeur en employant la méthode ordinaire des moindres carrés au sein d'une analyse transversale.

4.3.3.1. Méthode d'événements pour la mesure des RAs

Les événements et leurs effets sur la valeur de l'entreprise sont étudiés depuis les années 1930, lorsque Dolley (1933) s'est penché sur l'effet des divisions d'actions sur les prix des actions. La technique actuelle de Fama, Fisher, Jensen, et W. Roll (1969) s'est concentrée sur l'effet des divisions d'actions après avoir pris en compte les effets des augmentations simultanées des dividendes. L'analyse des événements peut être utilisée pour tout type d'événement afin d'identifier les changements du prix de l'action de la société cotée. L'impact

⁶² L'indice MASI de la Bourse de Casablanca est un indice boursier majeur qui suit la performance de toutes les sociétés cotées à la Bourse de Casablanca. Il s'agit d'un indice flottant, pondéré en fonction de la capitalisation. L'indice MASI a une valeur de base de 1000 au 31 décembre 1991.

d'un événement, selon la théorie des marchés efficients, sera directement reproduit dans les prix des actions.

L'objectif de l'étude d'événement est d'identifier les profits dégagés ou les pertes supplémentaires subies par les actionnaires à la suite de l'évènement auquel ils participent. Albuquerque Junior, Filipe, Jorge Neto, et da Silva (2021) voient que l'approche de l'analyse des évènements a été largement diffusée et appliquée en économie, en comptabilité et en finance et exploitée dans l'évènement des annonces des F&As particulièrement à travers l'approche de Fama et al. (1969).

Nous choisissons la méthode des événements créée par Fama, Fisher, Jensen, et W. Roll (1969) pour calculer les RAs afin de déterminer l'existence d'une création de valeur par le biais des F&As. Dans notre étude, le délai d'estimation est fixé à 120 jours de bourse et se termine 45 jours avant l'évènement⁶³. Un avantage de la stratégie à court terme est que lorsque les rendements quotidiens anticipés sont proches de zéro, le modèle des rendements attendus n'a pas d'influence sur les inférences concernant les RAs Elad et Solange Bongbee (2017).

Afin de déterminer l'existence de la création de valeur par les F&As. Nous optons pour le calcul des RAs en utilisant la démarche d'événement. Dans notre étude, la période d'estimation est fixée à 120 jours de bourse et se termine 45 jours avant l'évènement. L'un des avantages de l'approche à court terme réside dans le fait que, les rendements quotidiens attendus étant proches de zéro, le modèle des rendements attendus tend à ne pas avoir d'effet important sur les déductions relatives aux RAs. En utilisant l'étude des événements, les preuves statistiques sont dérivées du fait que les prix du marché ne s'ajustent pas immédiatement aux nouvelles informations, et tentent donc d'identifier les RAs entourant les F&As (Elad et Solange Bongbee, 2017).

Conformément à la littérature, nous considérons que la date de l'évènement (ou jour 0) est la date de l'annonce initiale de l'achat plutôt que le jour effectif de l'acquisition. Notre objectif étant de déterminer si ces annonces génèrent des rendements supplémentaires pour les actionnaires de l'entreprise acquéreuse et des cibles marocaines.

⁶³ MacKinlay (1997) estime que la période d'écart entre la période d'estimation et l'évènement évite les problèmes de corrélation croisée et d'estimateurs biaisés causés par l'évènement.

Nous calculons tout d'abord les Ras qui seraient attendus en l'absence de l'événement phare qui est celui de l'annonce de la F&A. Notre objectif est de séparer l'impact de l'événement de l'impact des fluctuations plus générales du marché. Pour déterminer les rendements anticipés ou normaux, nous utilisons le modèle de marché à paramètre unique de Sharpe (1963) et exécutons la régression suivante :

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{i,t}$$

$$E[\varepsilon_{i,t}] = 0 \quad ; \quad VAR[\varepsilon_{i,t}] = \sigma \varepsilon_i^2$$

Où $R_{i,t}$ est le rendement réel de l'action i au jour t , R_{mt} est le rendement du marché au jour t . α_i et β_i sont les estimations des paramètres dérivés de la régression des rendements de l'action i par rapport aux rendements de l'indice Masi, et il désigne les résidus. Les rendements attendus pour l'observation i le jour t de la période d'événement sont calculés comme suit :

$$E(R_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$$

Les observations des RAs doivent être agrégées dans le temps et entre les actions pour calculer les RACs et les RAMCs sont calculés en additionnant les moyennes des RAs pour les jours de la fenêtre d'événement ainsi que le calcul des RAs ainsi que des RAs maximaux créés par les actionnaires si la fenêtre de l'événement s'étend sur plusieurs jours.

$$RA_{it}^{64} = R_{it} - E(R_{it})$$

$$RAC_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} RA_{it}$$

$$RAMC_i(t_1, t_2) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N RAC_i(t_1, t_2)$$

La méthode des RAMCs a été largement utilisée dans les études d'événements et devrait être presque nulle jusqu'à la date d'annonce au cas où le marché n'aurait pas anticipé l'événement (Martinez, 1994).

⁶⁴ Le RA est la différence entre le rendement observé dans la fenêtre d'événement et le rendement normal estimé, calculé dans la fenêtre d'estimation (MacKinlay, 1997). En outre, il s'agit du rendement non anticipé qui découle de la F&A. Avec, le rendement de l'action i au jour t .

Sous l'hypothèse nulle, le test de student permet d'évaluer la signification statistique de la réaction du marché à l'événement étudié, prend la forme suivante : « RAM t=0 », H0. C'est-à-dire que sous l'hypothèse nulle, les RAMCs sont égaux à zéro sous la formule suivante :

$$t_{RAMC} = \sqrt{N} \times \frac{RAMC_{(t_1, t_2)}}{S_{RAC_{(t_1, t_2)}}$$

Où N représente le nombre d'observations temporelles et S représente l'écart type. La date de l'évènement intitulée « T0 » correspond à la date d'annonce de F&A. Brown et Warner (1980) soutiennent que le test de Student est plus performant que les tests non paramétriques pour rejeter l'hypothèse d'absence de rentabilités anormales.

Nous cherchons à calculer les RAMCs sur les fenêtres qui entourent la date d'annonce de la F&A entrante et sortante à partir de l'étude d'évènement. Nous nous concentrons dans cette recherche sur les RAMCs afférents aux acquéreurs marocains et aux cibles marocaines impliqués dans des annonces de F&As.

Les RAMCs autour du jour d'annonce nous permettront de détecter les fuites d'informations et de mesurer la création de valeur pour les actionnaires des entreprises acquéreuses et ceux des entreprises cibles marocaines.

L'objectif de cette analyse d'étude d'évènements est de calculer les RAMCs sur les fenêtres entourant le jour de l'annonce des F&As sortantes et entrantes, afin de détecter les fuites d'informations liées aux annonces de F&As sur le marché marocain et de mesurer la création de valeur pour les actionnaires des entreprises localisées au Maroc et impliquées dans des F&As, plus précisément à travers trois fenêtres de courte durée [-5,-1], [-1, +1] et [-5, +5].

D'après Shah et Arora (2014), conformément à l'hypothèse de l'efficacité du marché, l'annonce devrait intégrer les changements dans les prix des actions à la date de l'annonce elle-même, mais comme ces types d'études tentent d'analyser la violation de l'hypothèse de l'efficacité du marché (Peterson, 1989), la période précédant l'évènement a été prise en compte.

Dans ce sens, la première fenêtre [-5,-1] analyse la possibilité d'une fuite d'informations dans les jours précédant l'annonce de la F&A. Les deux fenêtres restantes, à savoir [-1, +1] et [-5, +5] permettent d'évaluer la valeur créée par les F&A. Comme cité, le choix de ces fenêtres de courte durée d'après MacKinlay (1997) ne prend pas en considération des données périmées.

C'est une démarche fortement répandue et utilisée de façon méthodique (Ding, Lam, Cheng, et Zhou, 2018).

4.3.3.2. Régression transversale pour la mesure des déterminants de création de valeur

L'économétrie traite trois types de données : les données transversales, les données de séries temporelles et les données de panel (longitudinales) (voir le chapitre 1 de Stock et Watson (2018)). Dans une section transversale, l'analyse des données de plusieurs entités se fait à un moment donné. Dans une série chronologique, le comportement d'une seule entité est sur plusieurs périodes. Enfin, les données de panel peuvent être considérées comme une combinaison de données transversales et de séries temporelles, puisque plusieurs entités sont observées.

La régression transversale est une technique statistique utilisée pour analyser la relation entre des variables sur plusieurs observations à un moment donné. Dans le contexte des études d'événements, la régression transversale peut être utilisée pour examiner la relation entre les rendements anormaux et d'autres facteurs, tels que les caractéristiques de l'entreprise ou les variables liées à un événement, pour un échantillon d'entreprises confrontées au même événement.

Les analyses transversales sont récurrentes dans les études des déterminants de création de valeur, à savoir la mesure des RAs, RACs, RAMCs (voir par exemple, Arik et Kutan, 2015 ; Aybar et Ficici, 2009 ; Bhagat et al., 2011 ; Erel et al., 2012 ; Shetty et al., 2019) ou la prime des F&As (Maung et al., 2019). La régression transversale peut aider à identifier les facteurs qui influencent les rendements anormaux, fournissant ainsi des informations précieuses sur les facteurs qui déterminent l'impact de l'événement sur les rendements des titres. Cette méthode permet d'inclure plusieurs variables indépendantes, permettant aux chercheurs de contrôler divers facteurs susceptibles d'influencer la relation entre l'événement et les rendements anormaux.

Le modèle de régression transversale pour N observations se présente comme suit :

$$y_i = \alpha + \beta_1 x_{i1} + \beta_2 x_{i2} + \dots + \beta_p x_{ip} + \varepsilon_{it} \quad \text{Pour } i = 1, 2, 3, \dots, N.$$

Où y_i est la variable à expliquer, α est l'ordonnée à l'origine, β_1 et β_2 sont les coefficients de régression qui représentent le changement de y par rapport à un changement d'une unité de x_{i1}

et x_{i2} , respectivement. β_p est le coefficient de pente pour chaque variable dite, et ε_{it} est le terme d'erreur aléatoire du modèle. Les paramètres du modèle sont estimés à l'aide de la méthode des MCO.

Le modèle de régression transversale pour N observations est exprimé en notation matricielle comme suit :

$$y = X\beta + \varepsilon$$

Où y est un vecteur de colonne à N dimensions, X est une matrice $N \times (K + 1)$ et ε est un vecteur de colonne à N dimensions de termes d'erreur, c'est-à-dire :

$$\begin{bmatrix} y_1 \\ y_2 \\ y_3 \\ \vdots \\ y_N \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 1 & x_{11} & \cdots & x_{1k} \\ 1 & x_{21} & \cdots & x_{2k} \\ 1 & x_{31} & \cdots & x_{3k} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ 1 & x_{N1} & \cdots & x_{NK} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \beta_0 \\ \beta_1 \\ \beta_2 \\ \vdots \\ \beta_k \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varepsilon_1 \\ \varepsilon_2 \\ \varepsilon_3 \\ \vdots \\ \varepsilon_N \end{bmatrix}$$

L'équation de l'estimateur MCO résultant de β est présentée comme suit :

$$\hat{\beta} = (X'X)^{-1}X'y$$

Où X' est la matrice transposée de X .

Pour la variable dépendante, nous choisissons le RAMC de la fenêtre [-5, +5] qui est également significative pour les acquéreurs marocains. Cette fenêtre d'événement permet de mieux saisir la réaction des cours des actions avant et après l'annonce d'une transaction de F&A. Cependant, pour l'analyse des déterminants de création de valeur pour les cibles marocaines, nous retenons une fenêtre faiblement significative relative uniquement à la période de pré-annonce [-5, -1].

Les variables relatives aux caractéristiques des F&As représentent les variables indépendantes. Les variables de contrôle représentent la classification des pays en fonction de leur niveau de développement pour tester la robustesse des modèles des déterminants de la création de valeur.

Avant de procéder à la définition des modèles et à l'établissement des tests de régressions transversales paramétrées par la méthode des moindres carrés ordinaires, il est inéluctable de procéder aux tests de multicollinéarité.

L'Annexe 8 mettant en relief les tests de multicolinéarité, les tests VIF des variables explicatives de la création de valeur pour l'ensemble des F&Ats sortantes renseignent, avec des résultats inférieurs à 10, que nos variables indépendantes dans notre modèle ne sont pas excessivement corrélées les unes avec les autres. Cela est considéré comme un niveau modéré de multicolinéarité, ce qui est généralement acceptable dans de nombreuses analyses statistiques. En outre, l'Annexe 9 quant à lui présente les tests de multicolinéarité accompagnés des VIFs de toutes les variables explicatives de la création de valeur dans les entreprises bancaires. Notre constat est que l'ensemble des VIFs < 2 indiquent que nos variables sont faiblement corrélés. Finalement l'Annexe 10 présente les tests de multicolinéarité accompagné des VIF des variables explicatives de la création de valeur dans les opérations de F&Ats entrantes au Maroc. Nos résultats indiquent un niveau modéré de VIFs < 10 .

Le modèle relatif à l'analyse des déterminants de création de valeur pour les F&Ats sortantes (Acquéreurs marocains) est présenté dans l'Annexe 11. Cette annexe met en relief le modèle pour le test du sous-échantillon total des F&Ats sortantes et également le modèle pour le test du sous-échantillon bancaire des F&Ats sortantes. Cependant, l'Annexe 11 met en exergue aussi notre modèle pour le test du sous-échantillon total des F&Ats sortantes. Nous procédons à l'élimination de la variable de contrôle (*Acq_pvd*) c'est-à-dire acquéreur en provenance de pays en voie de développement pour deux raisons. La première raison est que dans ce sous-échantillon, aucun acquéreur ne provient de pays développé. La deuxième raison est l'existence d'une forte colinéarité entre cette variable muette et les autres variables explicatives et que sur notre logiciel de modélisation (STATA) la variable est considérée comme omise. À cet effet, les deux variables retenues pour tester la robustesse sont la variable de contrôle (*Acq_pd*) pour les acquéreurs en provenance de pays développé et (*Acq_pe*) pour les acquéreurs en provenance de pays émergent.

Conclusion du quatrième chapitre

L'architecture de recherche, facilite l'articulation des divers éléments d'une étude, notamment la problématique, la revue de la littérature, la collecte de données et l'analyse et les résultats. Notre thèse fixe deux designs de recherche pour répondre à deux questions de recherche relative au phénomène des F&Ats au Maroc.

Le premier design de recherche répond à la question de recherche de l'influence des déterminants transnationaux de localisation sur le volume des F&Ats marocaines. Pour répondre à cette problématique, nous adoptons une posture épistémologique positiviste avec un raisonnement déductif et une démarche quantitative. Communément connu par l'hypothético-déductif quantitatif.

Nous collectons dans ce sens un échantillon de 256 transactions transfrontalières à partir de deux bases de données fréquemment utilisées par les chercheurs. Nous combinons également plusieurs bases de données pour les variables explicatives. Nous exploitons la régression panel vu la nature des données et l'horizon temporel. La régression panel est justifiée par l'existence des données de comptage et de l'approche longitudinale.

Le deuxième design de recherche répond à la question de recherche des déterminants de création de valeur des F&Ats marocaines. Pour répondre à cette question, nous adoptons une posture épistémologique positiviste, une méthode de raisonnement déductive et une démarche quantitative.

Nous collectons à cet égard 42 transactions de F&Ats. Nous procédons à la détermination des RAs, RAMs, RAMCs à travers la méthode d'événement. Nous retenons le modèle du marché comme modèle de référence suite à son efficacité par rapport aux modèles cités par la littérature. Nous choisissons aussi des fenêtres de court terme vu les avantages qu'ils procurent en termes d'études de création de valeur dans le marché boursier. Nous essayons ensuite d'établir une régression transversale ajustée par la méthode des moindres ordinaires (MCO). Nous retenons dans ce sens la fenêtre du RAMC [-5, +5] comme variable à expliquer et les autres déterminants relatifs à l'entreprise et au pays hôte comme variable explicative.

Après avoir discuté le squelette de la recherche, à savoir, les postures épistémologiques, les méthodes de raisonnement, la démarche d'étude idéales pour chaque question de recherche. La troisième partie analysera ces données et discutera les résultats obtenus.

Conclusion de la deuxième partie

Nous considérons que l'ensemble des devoirs scientifiques pour crédibiliser notre processus de recherche pour les deux questions ont été examinés et respectés dans cette deuxième partie.

Pour la question des déterminants transnationaux de localisation, nous identifions trois théories. Premièrement, le paradigme OLI de Dunning dans son approche de recherche de marché et de ressources naturelles dans les pays cibles. Deuxièmement, la trajectoire du développement des investissements de Dunning également qui analyse l'internationalisation selon le développement économique et institutionnel du pays d'origine. Finalement, la théorie des institutions de North qui mise sur l'influence des institutions dans leurs dimensions formelles et informelles sur l'internationalisation des entreprises. La posture épistémologique de positivisme et le raisonnement hypothético-déductif ainsi que la méthode de recherche quantitative sont les considérations clés de notre design de recherche. Pour le paradigme OLI, nous envisageons d'examiner huit (8) sous-hypothèses. Pour la théorie de la trajectoire de développement des investissements, nous envisageons de tester dix (10) sous-hypothèses et pour la théorie des institutions, nous prévoyons de vérifier dix-huit (18) sous hypothèses.

Pour la deuxième question de recherche, nous mobilisons la théorie d'efficience de marché de Fama pour justifier le choix de la méthode d'événement sur le court terme et la théorie du signal de Spence pour évaluer l'impact de l'annonce de l'opération des F&Ats sur les actions des entreprises marocaines engagées dans la F&A. Nous faisons appel également à deux écoles théoriques qui expliquent la création ou la (destruction) de richesse, à savoir l'école néoclassique et l'école comportementale. La posture épistémologique de positivisme et le raisonnement hypothético-déductif ainsi que la méthode de recherche quantitative sont les considérations clés de notre design de recherche. Afin d'analyser la performance globale, nous prévoyons de tester deux (2) sous-hypothèses et pour la fuite d'information, nous allons tester une seule et (unique) hypothèse.

La deuxième partie constitue la pierre angulaire de notre étude empirique, grâce au respect des critères et des devoirs scientifiques, nous garantissons une fiabilité du processus pour accepter ou décliner les hypothèses et une crédibilité des résultats trouvés. La troisième partie annoncée ci-dessous constitue la mise en œuvre de nos designs de recherche.

PARTIE 3. ANALYSE EMPIRIQUE DE LA RECHERCHE

Introduction à la troisième partie

La troisième partie de notre thèse présente les résultats empiriques, résume les principales conclusions, interprète et discute les résultats obtenus. Cette partie est divisée en deux chapitres. Le premier chapitre analyse les déterminants transnationaux de l'activité des F&Ats, et le deuxième chapitre examine les déterminants de création de valeur autour de la date d'annonce dans le marché boursier marocain.

Le premier chapitre s'articule autour de deux conceptions. La première conception concerne les F&Ats sortantes où la plupart des entreprises cibles se trouvent dans des pays d'ASS moins développés, dotés d'un excellent potentiel de ressources naturelles et de taux de croissance moyens, mais dont la monnaie est faible et la gouvernance est médiocre. Ces pays sont moins développés que le Maroc. La deuxième conception est celle des F&Ats entrantes dans lesquelles la plupart des acheteurs proviennent des pays industrialisés d'Europe. Ces pays disposent de peu de ressources naturelles, d'une bonne gouvernance, de monnaies robustes et d'un développement économique régulier.

Le deuxième chapitre, qui porte sur les déterminants de création de valeur autour de la date d'annonce de la F&At, se compose de trois sections. Le deuxième chapitre analyse la création de valeur chez les acquéreurs marocains et les cibles marocaines et met en relief l'influence des déterminants micros (déterminants relatifs à l'entreprise) et des déterminants macros (déterminants relatifs au pays d'accueil). L'analyse des déterminants de création de valeur dénote que les acquéreurs opèrent majoritairement dans le secteur bancaire puis dans le secteur de télécommunication et privilégient des entreprises situées en ASS. L'étude descriptive révèle que la plupart des acquisitions sortantes sont de type horizontal. Le deuxième chapitre précise que les F&Ats entrantes des entreprises cibles cotées marocaines proviennent principalement de pays développés situés en Europe ainsi que des pays émergents en provenance du Moyen-Orient.

L'objectif principal de cette section est de présenter les résultats, les analyser, les contextualiser et les discuter. Chaque chapitre qui traite une de nos problématiques traitées se compose de trois sections. Une section d'analyse descriptive, une section des résultats obtenus et une dernière section relative à la discussion.

Chapitre 5. Déterminants de localisation des F&As transfrontalières marocaines

Introduction au cinquième chapitre

Le cinquième chapitre de notre thèse est principalement dédié à l'exposition des résultats découlant de notre étude de régression panel, focalisée sur l'impact des déterminants de localisation transnationaux sur le volume des les F&Ats sortantes du Maroc et entrantes au Maroc. Une analyse approfondie des explications inhérentes aux résultats obtenus est également exposée. Ce chapitre s'articule autour de trois sections.

La première section de cette analyse débute par une exploration descriptive de notre échantillon, comprenant des aspects statistiques. De plus, cette exploration descriptive s'étend à l'analyse géographique, à l'examen des secteurs d'activité, et conclut par un récapitulatif des événements marquants au cours de la période d'étude. Ces données statistiques englobent un ensemble de variables, comprenant à la fois des facteurs explicatifs, des variables de contrôle et des variables à expliquer pour les F&Ats sortantes et entrantes. L'analyse descriptive révèle que la plupart des F&As sortantes du Maroc ont ciblé principalement la région d'ASS, en mettant particulièrement l'accent sur le secteur financier. Une accélération significative des F&tAs sortantes a été observée après l'avènement du monarque Mohammed VI. En revanche, les F&Ats entrantes au Maroc se caractérisent par une prédominance d'acquéreurs français, et se concentrent essentiellement sur le secteur des prestations de services.

La deuxième section présente les résultats de l'analyse de régression panel. La première sous-section présente les résultats de l'influence des déterminants transnationaux de localisation du pays d'origine et du pays cible sur le volume des F&Ats sortantes. La deuxième sous-section présente les résultats de l'influence des déterminants transnationaux de localisation du pays d'origine et du pays cible sur le volume des F&Ats sortantes.

La troisième section analyse et discute les résultats obtenus de la régression panel. Cette section se limite à apporter des explications aux résultats obtenus avec un degré de significativité admissible par la communauté scientifique.

Section 1. Analyse descriptive

L'échantillon initial soumis à l'étude comprend 256 opérations de F&Ats. Sur notre échantillon, 34 % sont des transactions sortantes et 66 % sont des transactions entrantes. Avec 65,51 % de toutes les transactions de F&Ats sortantes, la zone ASS a représenté la majorité de ces transactions. Néanmoins, avec 51,36% de toutes les F&Ats entrantes, l'Europe a été le principal moteur.

Il nous semble qu'un examen des variables recueillies juste avant l'analyse du panel est essentiel pour mener à bien notre recherche sur les facteurs influençant la localisation. Cette analyse sera présentée sous la forme d'une ventilation descriptive de l'ensemble des données recueillies pour chaque région géographique des F&Ats. Les F&Ats entrantes sont analysées après l'examen approfondi des F&Ats sortantes.

La répartition régionale de l'origine et de la destination des transactions est présentée dans les Annexe 12 et Annexe 13. La répartition géographique pour la région MENA et l'ASS est présentée à l'Annexe 12. La répartition géographique pour l'Europe, l'Asie, l'Amérique et l'Australie est présentée à l'Annexe 13. Un détail descriptif supplémentaire qui sert à résumer les données de notre échantillon à travers la moyenne, la médiane, le mode, le type d'écart, le test d'asymétrie et d'aplatissement, les valeurs minimales et maximales de l'ensemble des variables (endogènes, exogènes et les variables de contrôle) se trouve dans le Tableau 9 et dans le Tableau 10. Le Tableau 9 présente l'analyse descriptive afférente aux déterminants économiques et institutionnels des pays cibles et le Tableau 10 expose l'analyse descriptive relative aux déterminants économiques et institutionnels des pays d'origine.

1. Statistiques descriptives pour les F&As transfrontalières

Avant de discuter des analyses descriptives des pays acquéreurs et cibles, il est crucial de souligner l'analyse descriptive du pays étudié, le Maroc. Le Tableau 8 montre que les acquéreurs marocains ont conclu en moyenne 5,12 opérations de F&Ats sortantes à l'étranger par an entre 2005 et 2021. Avec 11 opérations au total, l'année 2019 est celle qui a enregistré le plus grand nombre d'opérations de F&A à l'étranger. Cependant, le nombre le plus faible des opérations de F&At sortantes est de un ; c'est la tendance observée en 2010, 2011, et 2020. D'un autre côté, le nombre annuel moyen de transactions de F&Ats entrantes est de 9,94

opérations par an, selon le Tableau 8. Typiquement, le Maroc accueille dix transactions internationales par an. En 2010, il y a eu uniquement deux transactions entrantes, tandis qu'en 2019, il y a eu 23 transactions.

L'écart-type de la croissance économique du Maroc est de 3,32 et sa croissance économique moyenne est de 3,45 %, ce qui suggère une large dispersion autour de la moyenne. La plus grande récession économique du Maroc, provoquée par la Covid en 2020, est de 7,19 %. Mais une fois que l'économie s'est stabilisée en 2020, la croissance économique la plus importante a été observée en 2021.

Le taux de change moyen annuel du dirham marocain est de 8,84, et la faible dispersion autour de la moyenne est indiquée par l'écart-type de 0,67. Le Maroc a une moyenne d'ouverture commerciale de 75,11, ce qui indique que le pays n'est pas particulièrement ouvert au commerce extérieur. Le Maroc dispose globalement de peu de ressources naturelles, qui représentent en moyenne 3,23 % de son PIB.

Le niveau moyen de gouvernance du Maroc est de 0. L'écart-type de 1,67, la médiane de 0,28 et [Min -3,56 ; 2,43 Max] montrent que la qualité de la gouvernance au Maroc s'est améliorée entre 2005 et 2021. Dans notre échantillon, les variables les plus faibles indiquant une mauvaise qualité ont été enregistrées à l'aide du paramètre Min en 2008, suivie de 2007 et enfin de 2005. Par exemple, le paramètre Max indiquant une forte qualité de gouvernance a été enregistré en 2020, suivi par les données de qualité de gouvernance pour les années 2015, 2016 et 2021.

Tableau 8 Statistiques descriptives concernant le Maroc

	Moyenne	Médiane	Mode	Écart-type	Aplatissement	Asymétrie	Min	Max
F&A sortantes	5,12	5,00	1,00	3,41	-1,17	0,39	1,00	11,00
F&A entrantes	9,94	10,00	10,00	5,80	0,58	0,91	2,00	23,00
Croi_éco1	3,45	3,50	-	3,32	6,57	-1,99	-7,19	7,93
Tx_chg1	8,84	8,80	-	0,67	-1,38	0,10	7,75	9,81
Ouv_comm1	75,11	74,95	-	5,95	-0,80	0,44	67,29	85,67
Res_Nat1	3,23	3,14	-	2,27	-0,95	0,29	0,32	7,47
qult_gov1	0,00	0,28	-	1,67	-0,25	-0,41	-3,56	2,43

1.1. Statistiques descriptives des pays cibles

Selon notre analyse sur les F&Ats sortantes, les acquéreurs marocains ont réalisé cinquante-sept (57) opérations de F&Ats en ASS au cours de la période d'observation de 17 ans, soit 65,51 % de l'ensemble des F&Ats sortantes. En Europe, les acquéreurs marocains ont réalisé Vingt-et-une (21) acquisitions, représentant 24,14 % de toutes les F&A sortantes. Sept (7) transactions de F&At, soit 8,04 % de l'ensemble des F&At sortante, ont été conclus dans la région MENA. L'Amérique latine, n'a accueilli que deux transactions de F&At sortantes, soit 2,56 % du total des F&Ats sortantes.

1.1.1. Analyse descriptive des pays cibles d'ASS

La majorité des cibles localisées en ASS se trouvent principalement en Afrique de l'Ouest avec 35 transactions, soit 61,4 % des F&Ats ciblant l'ASS. L'Afrique centrale a accueilli 12 transactions, soit 21,05% du total de la région d'ASS. Enfin, avec respectivement 10,52 % et 7,02 %, les régions d'Afrique australe et d'Afrique de l'Est ont accueilli des proportions relativement mineures de F&Ats par rapport à l'ASS.

D'après le Tableau 9, la moyenne des opérations de F&Ats ciblant l'ASS est de 0,16 opération avec un Ecart-type de 0,42, ce qui suppose que les données sont très peu dispersées autour de la moyenne. Le mode, médiane, Min 0 et Max 2 expliquent l'absence de grandes variations quant au volume des F&Ats vers les pays d'ASS. La Côte d'Ivoire et le Sénégal sont les pays ayant reçu le plus grand nombre d'opérations de F&Ats avec respectivement des moyennes annuelles de 0,65 et 0,41. Cependant, l'Angola, le Cap-Vert, la Guinée, le Madagascar, le Niger, le Rwanda, l'Afrique du Sud, le Tchad et le Togo ont reçu la faible part d'opérations avec une moyenne de 0,06 pour chacun d'entre eux.

L'analyse descriptive portant sur le niveau de développement économique des cibles révèle que la majorité des cibles étrangères situées en ASS sont des pays en développement (PED), avec une moyenne de 0,86, une médiane et un mode de 1, et un écart type de 0,35. En revanche, les pays émergents (PE) ne représentent qu'une moyenne de 0,14, avec notamment l'Afrique du Sud, l'île Maurice et le Cap-Vert.

1.1.1.1. Analyse descriptive relative aux avantages de localisation

Les pays cibles d'ASS ont des taux de croissance économique annuels moyens de 4,24 %. Sur la base de notre échantillon, la croissance économique annuelle moyenne la plus élevée de la région ASS a été enregistrée par le Rwanda 7,22 % et la République démocratique du Congo 5,70 %. Toutefois, les taux de croissance moyens annuels les plus bas ont été enregistrés au Gabon 2,52% et en Afrique du Sud 1,96%. L'écart-type de 3,68 explique la dispersion importante des données autour de la moyenne de la région. La Mauritanie était le pays qui a réalisé un saut économique discontinu immense Max=18,33 en 2006. Néanmoins, avec une baisse de 14,78 % en 2020, le Cap-Vert a connu la récession économique la plus notable de notre échantillon, suite à la crise de la Covid, comme la plupart des pays de notre étude.

Le taux de change moyen d'ASS est de 821,33, ce qui reflète la faible valeur de la monnaie locale dans ces pays. Le franc CFA et d'autres monnaies plus faibles de l'ASS sont les principaux moteurs de ce taux moyen élevé. La dispersion importante des données et les grands écarts peuvent être expliqués par l'écart type de 1551,34, la médiane de 493,9, le Min de 6,36 et le Max de 9565,08, qui indiquent la présence de monnaies plus fortes par rapport aux autres monnaies de notre échantillon. Le franc guinéen, avec un taux annuel moyen de 6973,67, et l'Ariary de Madagascar, avec un taux annuel moyen de 2612,50, sont donc les monnaies qui se sont le plus dépréciées ou dévaluées. Le Rand sud-africain 10,58 et la Roupie mauricienne 30,83 sont les deux monnaies de notre échantillon ayant les valeurs les plus élevées.

L'ouverture commerciale moyenne de l'ASS de 66,03 suggère que ses nations ne participent pas au commerce international. Il y a des économies ouvertes et moins ouvertes dans notre échantillon, comme l'indique la médiane de 60,63, l'écart-type de 23,3 et une fourchette [Min 16,35 ; Max 132,38]. Le Nigeria et le Niger se classent parmi les nations les moins ouvertes, avec des scores moyens d'ouverture commerciale respectifs de 33,48 et 41,71. La Mauritanie 90,56 et l'île Maurice 109,01 sont deux nations assez ouvertes au commerce avec d'autres pays.

La richesse en ressources naturelles est une caractéristique notoire d'ASS. Toutefois, la moyenne de notre échantillon ne représente que 13,30 % du PIB, avec une médiane de 8,62 % et un écart-type important de 12,18 % [Min 0 % ; Max 55,87 %]. Par conséquent, nous supposons qu'il existe quelques pays riches en ressources et un grand nombre de pays pauvres en ressources. Avec une dotation naturelle moyenne de 37,31 % du PIB par an, l'Afrique du Sud est le pays le plus riche en ressources, suivi par l'Angola avec 31,6 %. Avec 0,004 % de

son PIB, l'île Maurice est le pays le plus pauvre en ressources naturelles dans notre échantillon ; le Kenya arrive en deuxième position avec 2,57 %.

1.1.1.2. Analyse descriptive des variables institutionnelles

Dans le cadre de notre analyse descriptive des variables institutionnelles, nous interpréterons les statistiques descriptives de chaque variable des institutions formelles et de chaque variable des institutions informelles.

L'ASS a une qualité de gouvernance très faible avec une moyenne négative de 1,02, une médiane négative de 1,28 [Min -3,83 ; Max 2,95] et un écart-type de 1,56. Ces paramètres statistiques démontrent la fragilité des institutions publiques dans cette région. La République démocratique du Congo et le Tchad ont de très faibles institutions, avec des moyennes de -3,64 et -3,07, respectivement. Néanmoins, l'Afrique du Sud 1,09 et l'île Maurice 2,67 sont les deux pays d'ASS dotés de bonnes institutions publiques.

La moyenne d'affinité politique sur la marocanité du Sahara est de 0,61 et le mode est de 1. Ces résultats montrent que plus que la moitié des pays cibles de notre échantillon en ASS reconnaissent la souveraineté du Maroc sur le Sahara occidental et ont une affinité politique avec le royaume du Maroc.

Les consulats et les ambassades, avec une moyenne de 2,55, renforcent les liens diplomatiques du Maroc avec les pays d'ASS. Avec des moyennes de 7,4 ; la Côte d'Ivoire, le Sénégal et le Burkina Faso sont les pays avec lesquels le Maroc entretient le plus grand nombre de représentants diplomatiques. En revanche, le Maroc partage une seule représentation diplomatique avec quelques pays, dont le Togo, le Rwanda et l'île Maurice. Suite à l'établissement d'un consulat honoraire à Laâyoune, au Sahara, en 2021, la Côte d'Ivoire et les États-Unis partagent le plus grand nombre de représentations diplomatiques, soit huit. Le Maroc et les pays d'ASS ont en moyenne 0,50 visite politique et diplomatique bilatérale par an. Cette moyenne illustre la faiblesse de la réciprocité des visites avec les pays cibles de cette zone. Avec une moyenne de deux voyages par an, le Sénégal est le pays avec lequel le Maroc entretient des relations diplomatiques fortes, suivi de la Guinée et du Gabon. Avec une moyenne de 0,05, l'Afrique du Sud et l'île Maurice ont le moins de visites diplomatiques et politiques. La moyenne, le mode et la médiane de 0 et [Min 0 ; Max 0] pour la forme mutuelle de

gouvernement peuvent s'expliquer par le fait qu'aucun des pays de notre échantillon d'ASS n'avait une forme monarchique de gouvernement.

La distance culturelle moyenne pour les institutions informelles est de 0,61. Les nations de notre échantillon sont considérées comme significativement éloignées de la culture marocaine si leur moyenne est plus proche de 1 que de 0. Avec une moyenne de 0,32, le Gabon, le Bénin et la République démocratique du Congo sont les nations qui ont les liens culturels les plus forts avec le Maroc. Cependant, le Cap-vert est le pays le plus loin culturellement du Maroc avec une moyenne de 1,86.

La distance religieuse moyenne de 0,52 suggère une fréquence de répétition élevée et explique le grand nombre d'observations avec une distance religieuse. La moyenne linguistique est de 0,38, ce qui est proche de 0, la médiane est de 0 et le mode est de 0, ce qui indique que la plupart des pays d'accueil de l'ASS partagent une ou plusieurs langues avec le Maroc. Dans notre cas, la majorité des pays de notre échantillon sont des nations francophones. Enfin, la nullité de tous les paramètres des statistiques descriptives sur la variable d'histoire coloniale montre qu'il n'y a pas de lien colonial entre le Maroc et les nations d'ASS.

1.1.2. Analyse descriptive des pays cibles européens

Malgré les avancées institutionnelles, technologiques, sociales et économiques de l'Europe, les entreprises marocaines explorent le continent par le biais d'investissements liés aux F&Ats. Bien qu'il n'y ait eu qu'un nombre modeste de transactions - 24,14% des F&Ats sortantes - nous pensons que les entreprises marocaines sont encore relativement nouvelles sur la scène mondiale.

La majorité des F&Ats marocaines ont ciblé l'Europe de l'Ouest, avec 14 opérations représentant 66,66 % de l'activité de F&Ats sortantes en Europe. L'Europe du Sud a accueilli six opérations transfrontalières de F&A, représentant 28,57 % des F&A en Europe. Enfin, une seule opération a été réalisée en Europe du Nord, représentant 4,76 % du total des acquisitions marocaines en Europe.

La moyenne des opérations de F&Ats ciblant l'Europe est de 0,21 avec une médiane de 0 et un mode de 0. Ce qui explique le nombre faible des opérations de F&Ats annuelle effectuée par des entreprises marocaines. Le maximum d'opération de F&At est de 5 et a été réalisé en France

en 2019. La moyenne, médiane, mode et les paramètres [Min ; Max] de notre échantillon des pays européens relatifs à la variable (PD) est de 1 et l'écart type est de 0. Cela signifie que la totalité du sous-échantillon européen est composée des pays développés. Dans le même sens, les variables (PE) relatives aux pays émergents et les variables (PED) relatives aux pays en développement sont toutes nulles vu l'absence de pays appartenant à cette classification économique dans notre échantillon.

1.1.2.1. Analyse descriptive relative aux avantages de localisation

La moyenne de la croissance économique en région européenne est de 1,16 %. La croissance économique moyenne la plus élevée dans notre échantillon est celle du Luxembourg avec 2,73 % et celle de la Belgique avec 1,42 %. Cependant, les moyennes de croissance les plus faibles dans la région ont été en Italie avec -0,1 % et l'Espagne avec 0,77 %. L'écart type est de 3,35, ce qui signifie que les données de croissance économique sont peu dispersées de la moyenne. La moyenne a été particulièrement influencée par les récessions liées à la crise de la Covid en 2020 dans plusieurs économies, à commencer par la récession économique de 11,32 qui a été la valeur Min et qui a été enregistré en Espagne, suivi du Royaume-Uni -11,03, puis l'Italie -9,04 et d'autres pays. Le Luxembourg est le pays qui a réalisé la plus grande croissance économique tout au long de notre espace d'analyse en 2009 avec une variable Max de 8,35.

La moyenne du taux de change de 0,78 et l'écart type très faible de 0,09 prouvent que l'ensemble des données ne sont pas trop dispersées autour de la moyenne. Ceci est expliqué principalement par l'abondance de la monnaie de l'Euro comme devise nationale sur l'ensemble des pays de notre échantillon. Le pound sterling est la monnaie la plus forte d'Europe, avec une moyenne de 0,65, suivi de l'euro avec une moyenne de 0,80. Les pays d'Europe sont très ouverts au commerce international avec une moyenne annuelle de 119,65. Le Luxembourg est le pays le plus impliqué dans le commerce international avec une moyenne de 327,54 puis la Belgique avec 157,03. Cependant, l'Angleterre 58,79, et l'Italie 55,25 sont les pays les moins ouverts au commerce international.

Les statistiques descriptives afférentes aux ressources naturelles de notre échantillon, à savoir la moyenne qui est de 0,17 % du PIB [Min 0,01 ; médiane 0,05 ; Max 1,30] et l'écart type de 0,28, prouvent que les pays hôtes européens sont pauvres en ressources naturelles. L'Angleterre est le pays le plus doté de ressources naturelles avec une moyenne de 0,72 % du

PIB, suivi de l'Italie 0,12 % du PIB. Cependant, la Belgique 0,02 % du PIB et la France 0,04 % du PIB sont les pays les plus pauvres en ressources naturelles.

1.1.2.2. Analyse descriptive relative aux facteurs institutionnels

Cette partie analyse les principales variables qui représentent la théorie institutionnelle à travers deux dimensions, les institutions formelles et les institutions informelles.

Les pays cibles situés en Europe sont dotés d'une meilleure qualité de gouvernance nationale dans la totalité de notre échantillon avec des variables [Min 1,91 ; Max 5,31]. La moyenne de la qualité de gouvernance nationale est de 3,73. La meilleure qualité de gouvernance nationale en Europe se trouve au Luxembourg avec une moyenne de 5,15 suivis du Royaume-Uni 4,42. L'Italie 2,07 et l'Espagne 2,94 ont les moyennes les plus basses.

La majorité des pays en Europe de notre échantillon reconnaissent le plan d'autodétermination du Sahara sous la souveraineté marocaine vu les paramètres du mode 1, de la moyenne 0,83 ainsi que des paramètres [Min 0 ; Max 1]. La moyenne relative aux nombres de représentations diplomatiques partagées entre le Maroc et les pays européens est de 12,73. Cette moyenne montre l'importance de la diplomatie entre le Maroc et les pays européens. La France est le pays ayant le plus grand nombre d'ambassades et de consulats partagés avec le Maroc avec une moyenne de 27 institutions diplomatiques, suivi de l'Espagne avec 22 institutions. Le Luxembourg est le pays avec qui le Maroc partage un nombre faible de représentations diplomatiques.

La moyenne des visites diplomatiques est de 2,47. La moyenne la plus haute de nombre des visites diplomatiques mutuelles a été enregistrée avec l'Espagne avec 5,35 et la France avec 5,29. Le nombre maximal de visites diplomatiques est 17 qui a été enregistré avec la France en 2018. Les pays européens cibles avec un régime monarchique constitutionnel ou parlementaire sont les pays qui reçoivent le plus grand nombre d'opérations des F&Ats du Maroc, chiffrant ainsi une moyenne de 0,76 et un mode de 1.

Pour les variables institutionnelles informelles, l'analyse descriptive révèle que la distance culturelle a une moyenne de 0,96, ce qui prouve l'existence d'une grande distance culturelle entre les pays européens et le Maroc. Le Royaume-Uni est le pays qui a la plus grande distance culturelle avec le Maroc réalisant ainsi la valeur Max de 2,39, en contrepartie, l'Espagne est le

pays le plus proche avec une variable Min de 0,38. En ce qui concerne la distance religieuse, la moyenne, la médiane et le mode de 1 ainsi que l'écart type de 0 montrent qu'aucun des pays européens n'est musulman.

Cependant, la distance linguistique est d'une moyenne de 0,67, ce qui prouve l'existence de langues partagées avec des pays cibles européens, à l'instar de la langue française qui est partagée avec la France, la Belgique et le Luxembourg et la langue espagnole partagée avec l'Espagne. La moyenne de la variable coloniale est de 0,33, cela suppose l'existence de 33 % des pays de notre échantillon des cibles ayant des liens coloniaux avec le Maroc. Il s'agit de la France et de l'Espagne.

1.1.3. Analyse descriptive des pays cibles de la région MENA

L'analyse descriptive des cibles situées dans la région MENA montre que la majorité des acquisitions ont été destinées aux pays d'Afrique du Nord avec 4 opérations, soit 57,14 % du total des opérations vers la région MENA et 3 opérations ont été destinées au Moyen-Orient, soit 42,16 % du total de la région MENA.

La moyenne générale des transactions faites dans la région MENA est de 0,08. Cette moyenne est très faible sur la période de 17 ans. L'Égypte est la destination phare des acquéreurs marocains dans la région MENA avec une moyenne de 0,18. Cependant, les autres pays tels l'Arabie saoudite, le Liban, la Tunisie et Israël se sont attribués distinctement une moyenne de 0,06. Environ 60 % de notre échantillon sont des pays émergents, 20 % sont des pays en voie de développement et 20 % sont des pays développés.

1.1.3.1. Analyse descriptive relative aux avantages de localisation dans la région MENA

La moyenne de croissance économique dans les pays cibles situés dans la région MENA est de 2,84 %. L'Égypte est le pays qui a la plus grande moyenne de croissance économique annuelle, 4,42 %, suivie de la croissance économique moyenne d'Israël avec 3,76 %. Cependant, le Liban a réalisé la croissance économique moyenne la plus faible de la région avec 0,92. L'année 2020 est l'année marquée par de fortes récessions économiques avec le Liban min -21,2, la Tunisie - 8,62 suite à la crise de la Covid.

La moyenne du taux de change est de 305,28 et l'écart type 604,69 prouvent que les données sont fortement dispersées autour de la moyenne. Ceci est expliqué par l'existence de fortes et de faibles monnaies [Min 1,23 ; Max 1507,5] dans les pays de notre échantillon. Les taux de change les plus hauts moyens sont ceux de la Tunisie 1,87 suivie de l'Arabie Saoudite 3,75. Le taux de change le plus faible est la livre libanaise avec un taux de change Min de 1507,5.

La moyenne de l'ouverture commerciale de notre échantillon est de 73,64, l'écart type est de 20,59 ce qui prouve l'existence des données dispersées [Min 30,25 ; Max 114,34]. La Tunisie reste le pays le plus inscrit dans le commerce international avec 96,87 alors que l'Égypte est le pays le moins ouvert avec 46,81.

La moyenne des ressources naturelles de 10,12 % paraît faible, mais l'écart type de 15,40 renseigne que les données sont très dispersées autour de la moyenne. Ceci peut être expliqué par l'existence de pays très riches en ressources naturelles et d'autres faibles en ressources naturelles. Le Liban et Israël disposent respectivement de richesse estimée respectivement à 0,002 % du PIB et 0,2 % du PIB. Cependant, l'Arabie Saoudite est le pays le plus riche en ressources naturelles avec une moyenne de 37,31 % du PIB et une valeur Max de 55,48 % enregistrée en 2008.

1.1.3.2. Analyse descriptive relative aux variables institutionnelles dans la région MENA

La moyenne de la qualité de gouvernance nationale est de -0,04. Cette moyenne négative dénote la faiblesse de la qualité des institutions publiques dans la région MENA. Le Liban est le pays avec la gouvernance la plus faible avec une moyenne de -1,36 de la région, suivie de l'Égypte avec -1,25. Cependant, Israël a la meilleure moyenne de qualité de gouvernance avec une moyenne de 2,44.

La majorité des pays de la région MENA reconnaissent la souveraineté du Maroc sur le Sahara avec une moyenne de 0,81 et un mode de 1. Ces paramètres dénotent que l'ensemble des variables est concentré autour de la moyenne qui est 0,81. La moyenne des représentations diplomatiques entre le Maroc et les pays de la région MENA est de 2,20. Le plus grand nombre des représentations diplomatiques partagées avec le Maroc est en Arabie saoudite avec une moyenne de 5 consulats et ambassades, a contrario, entre Israël et le Maroc, il n'y a aucune représentation diplomatique sous forme d'ambassade et de consulat.

La fréquence moyenne des visites diplomatiques et politiques entre le Maroc et les pays de la région MENA est de 1,26. La Tunisie est le pays avec qui le Maroc a échangé plusieurs visites diplomatiques et politiques avec une moyenne de 4,12, suivie de l'Arabie saoudite avec une moyenne de 1,35 de visites bilatérales. Au contraire, il n'y a pas eu de visite diplomatique et politique entre les dirigeants marocains et libanais. La moyenne des formes de gouvernement partagées est de 0,2, cette moyenne est proche de 0. Cette faible moyenne est justifiée par l'existence d'un seul et unique régime monarchique dans notre échantillon, qui est l'Arabie saoudite.

La moyenne de la distance culturelle est de 0,7 avec un écart type de 0,7. Cette distance élevée a été influencée par la forte distance culturelle avec Israël de 2,03 et celle de l'Arabie saoudite de 0,7. Cependant, la Tunisie, le Liban et l'Égypte sont les pays les plus proches culturellement du Maroc avec respectivement les moyennes de 0,09, 0,31 et 0,35. D'un autre côté, les distances de la religion et de la langue sont faibles avec une moyenne de 0,2 et un écart type de 0,4. Ces résultats sont justifiés par l'existence de plusieurs cibles dans la région MENA qui parlent l'arabe et qui sont de confession musulmane. Le seul pays qui n'adopte pas l'arabe comme langue maternelle ou officielle et l'Islam comme religion nationale est Israël. Finalement, la moyenne, la médiane, le mode et l'écart type sont nuls, ceci est justifié par l'absence d'une histoire coloniale avec le Maroc.

1.1.4. Analyse descriptive des pays cibles d'Amérique latine

Finalement, l'Amérique du Sud a accueilli uniquement deux opérations de F&Ats en provenance du Maroc. Le Brésil et l'Équateur sont les seuls pays émergents de notre échantillon et se sont partagé deux entreprises avec une moyenne de 0,06.

1.1.4.1. Analyse descriptive relative aux variables d'avantages de localisation

La moyenne de croissance annuelle est de 2,25 %, avec une croissance moyenne du Brésil de 1,93 % et de l'Équateur de 2,56 %. L'année 2020 a marqué la récession la plus dure dans notre échantillon, avec une chute de -7,78 pour l'Équateur, et -3,87 pour le Brésil. Le taux de change est de 1,92, cette moyenne qui avoisine 1 découle principalement de l'Équateur qui adopte également le dollar. Le plus bas taux de change est celui du réal brésilien avec 2,85. Les pays de la région d'Amérique Latine sont moyennement ouverts au commerce international

avec l'Équateur 53,75 comme pays le plus ouvert et le Brésil le moins ouvert de notre échantillon avec 26,8.

Les pays de la région d'Amérique latine ne sont pas riches en ressources naturelles. La moyenne est de 7,27 % du PIB, l'écart-type de 5,38 et [Min 2,37 ; Max 18,86] prouvent que les variables sont dispersées, c'est-à-dire qu'il existe de grands écarts entre les variables. Cela s'explique par l'équateur qui est plus riche en ressources naturelles avec 11 % du PIB alors que les ressources naturelles ne constituent que 3,5 % du PIB au Brésil.

1.1.4.2. Analyse descriptive relative aux variables institutionnelles dans la région d'Amérique latine

La qualité de gouvernance en Amérique latine est réputée de peu efficace, mais demeure plus forte que celle d'ASS avec une moyenne de -0,36. Cependant, l'existence d'une [Min -1,70 ; Max 0,96] prouve l'existence de pays ayant des institutions fortes et d'autres avec des institutions faibles. Dans ce sens, la moyenne par pays, dénote que le Brésil dispose d'une bonne qualité de gouvernance nationale avec en moyenne 0,37, alors que l'Équateur dispose de faibles institutions avec une moyenne négative -1,26.

Quant à l'affinité politique, le Brésil est le seul pays de notre échantillon d'Amérique latine qui reconnaît la marocanité du Sahara, contrairement à l'Équateur. Dans la même perspective, le Brésil est le pays avec qui le Maroc se partage le plus grand nombre de représentations diplomatiques avec quatre représentations. Les formes de gouvernements partagés ont une moyenne, une médiane, un mode et un écart-type de 0. Ces résultats prouvent l'absence d'un régime de gouvernement monarchique dans la région d'Amérique Latine.

Finalement, la distance culturelle prouve, d'après la moyenne de 0,5, l'existence d'une certaine similitude entre le Maroc et les pays situés en Amérique latine. Le Brésil est le pays le plus proche culturellement du Maroc avec une moyenne de 0,14, mais l'Équateur a plus de distance culturelle, 0,87. La moyenne, mode, médiane 1 et l'écart-type de 0 dans les variables de distance religieuse et linguistique confirment la divergence religieuse et linguistique avec le Maroc. À cet égard, ni l'islam est la religion de l'État, ni l'arabe ou le français ne sont les langues les plus parlées en Amériquelatine. Finalement, la moyenne, le mode, la médiane de 0 et l'écart-type de 0 renseignent l'absence d'histoire coloniale entre le Maroc et ces deux pays d'Amérique latine.

Tableau 9 Statistiques descriptives des F&At sortantes du Maroc par région cible

	Moyenne	Médiane	Mode	Écart-type	Aplatissement	Asymétrie	Min	Max
ASS								
<i>Nb</i>	0,16	0,00	0,00	0,42	6,94	2,71	0,00	2,00
<i>PD</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>PE</i>	0,14	0,00	0,00	0,35	2,21	2,05	0,00	1,00
<i>PED</i>	0,86	1,00	1,00	0,35	2,21	-2,05	0,00	1,00
<i>Croiss_éco</i>	4,24	4,53	-	3,68	4,78	-0,67	-14,78	18,33
<i>Tx_chg</i>	821,33	493,90	446,00	1551,34	16,49	3,97	6,36	9565,08
<i>Ouv_comm</i>	66,03	60,63	58,66	23,30	-0,20	0,61	16,35	132,38
<i>Ress_Nat</i>	13,30	8,61	25,52	12,18	1,43	1,40	0,00	55,87
<i>Qult_gov</i>	-1,02	-1,28	-	1,56	0,04	0,65	-3,83	2,95
<i>Sahara</i>	0,62	1,00	1,00	0,49	-1,75	-0,51	0,00	1,00
<i>Nbr_emb.cslt</i>	2,55	2,00	2,00	1,47	2,21	1,25	0,00	8,00
<i>Visites</i>	0,50	0,00	0,00	1,02	6,18	2,47	0,00	5,00
<i>Gov_form</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dist_cult</i>	0,61	0,37	0,32	0,41	2,17	1,71	0,32	1,86
<i>Dist_relig</i>	0,52	1,00	1,00	0,50	-2,00	-0,10	0,00	1,00
<i>Dist_ling</i>	0,38	0,00	0,00	0,49	-1,77	0,49	0,00	1,00
<i>Colonial</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
MENA								
<i>Nb</i>	0,08	0,00	0,00	0,28	7,75	3,09	0,00	1,00
<i>PD</i>	0,20	0,00	0,00	0,40	0,34	1,53	0,00	1,00
<i>PE</i>	0,60	1,00	1,00	0,49	-1,87	-0,42	0,00	1,00
<i>PED</i>	0,20	0,00	0,00	0,40	0,34	1,53	0,00	1,00
<i>Croiss_éco</i>	2,84	3,45	-	4,28	12,11	-2,56	-21,40	10,23
<i>Tx_chg</i>	305,28	3,75	1507,50	604,69	0,34	1,53	1,23	1507,50
<i>Ouv_comm</i>	73,46	71,84	-	20,59	-0,85	-0,22	30,25	114,34
<i>Ress_Nat</i>	10,12	2,69	2,69	15,40	2,10	1,79	0,00	55,48
<i>Qult_gov</i>	-0,04	-0,22	-	1,41	-0,49	0,75	-2,34	2,90
<i>Sahara</i>	0,81	1,00	1,00	0,39	0,65	-1,62	0,00	1,00
<i>Nbr_emb.cslt</i>	2,20	2,00	2,00	1,61	-0,36	0,56	0,00	5,00
<i>Visites</i>	1,26	0,00	0,00	2,40	6,25	2,48	0,00	12,00
<i>Gov_form</i>	0,20	0,00	0,00	0,40	0,34	1,53	0,00	1,00
<i>Dist_cult</i>	0,70	0,36	0,36	0,70	-0,08	1,24	0,09	2,03
<i>Dist_relig</i>	0,20	0,00	0,00	0,40	0,34	1,53	0,00	1,00
<i>Dist_ling</i>	0,20	0,00	0,00	0,40	0,34	1,53	0,00	1,00
<i>Colonial</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Europe								
<i>Nb</i>	0,21	0,00	0,00	0,62	35,91	5,21	0,00	5,00
<i>PD</i>	1,00	1,00	1,00	0,00	0,00*	0,00*	1,00	1,00
<i>PE</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00*	0,00*	0,00	0,00
<i>PED</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00*	0,00*	0,00	0,00
<i>Croiss_éco</i>	1,16	1,70	-	3,35	3,56	-1,40	-11,33	8,35
<i>Tx_chg</i>	0,78	0,78	0,80	0,09	0,16	-0,58	0,50	0,90
<i>Ouv_comm</i>	119,65	61,82	-	101,35	0,71	1,46	45,42	388,12
<i>Ress_Nat</i>	0,17	0,05	0,02	0,28	4,93	2,40	0,01	1,30
<i>Qult_gov</i>	3,73	3,93	-	1,02	-0,94	-0,32	1,91	5,31
<i>Sahara</i>	0,83	1,00	1,00	0,37	1,32	-1,82	0,00	1,00
<i>Nbr_emb.cslt</i>	12,73	10,00	27,00	8,92	-1,27	0,50	2,00	27,00
<i>Visites</i>	2,47	1,00	0,00	3,83	3,70	2,02	0,00	17,00
<i>Gov_form</i>	0,76	1,00	1,00	1,13	68,39	7,46	0,00	1,00
<i>Dist_cult</i>	0,96	0,73	0,82	0,67	0,81	1,53	0,38	2,39
<i>Dist_relig</i>	1,00	1,00	1,00	0,00	0,00*	0,00*	1,00	1,00
<i>Dist_ling</i>	0,67	1,00	1,00	0,47	-1,51	-0,72	0,00	1,00
<i>Colonial</i>	0,33	0,00	0,00	0,47	-1,51	0,72	0,00	1,00
Amérique								
<i>Nb</i>	0,06	0,00	0,00	0,24	14,24	3,93	0,00	1,00
<i>PD</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00*	0,00*	0,00	0,00
<i>PE</i>	1,00	1,00	1,00	0,00	0,00*	0,00*	1,00	1,00
<i>PED</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00*	0,00*	0,00	0,00
<i>Croiss_éco</i>	2,25	2,69	-	3,45	0,97	-0,85	-7,79	7,87
<i>Tx_chg</i>	1,92	1,34	1,00	1,24	1,38	1,42	1,00	5,39
<i>Ouv_comm</i>	40,28	38,85	-	15,32	-1,44	0,37	22,11	68,06
<i>Ress_Nat</i>	7,27	4,50	3,99	5,38	-0,17	1,15	2,37	18,86
<i>Qult_gov</i>	-0,36	-0,24	-	0,82	-1,23	-0,13	-1,70	0,96

<i>Sahara</i>	0,50	0,50	1,00	0,51	-2,13	0,00	0,00	1,00
<i>Nbr_emb.cslt</i>	3,00	3,00	4,00	1,02	-2,13	0,00	2,00	4,00
<i>Visites</i>	0,24	0,00	0,00	0,61	12,94	3,33	0,00	3,00
<i>Gov_form</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00*	0,00*	0,00	0,00
<i>Dist_cult</i>	0,50	0,50	0,14	0,37	-2,13	0,00	0,14	0,87
<i>Dist_relig</i>	1,00	1,00	1,00	0,00	0,00*	0,00*	1,00	1,00
<i>Dist_ling</i>	1,00	1,00	1,00	0,00	0,00*	0,00*	1,00	1,00
<i>Colonial</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00*	0,00*	0,00	0,00

1.2. Statistiques descriptives des pays d'origine

La région d'origine européenne a représenté la majorité des F&Ats entrantes au Maroc, soit 65,69%, avec 111 transactions, comme le montrent l'Annexe 12 et Annexe 13. Les entreprises américaines ont également contribué de manière significative à l'activité de F&Ats entrantes au Maroc avec vingt (20) acquisitions qui ont représenté 11,83% du total des F&Ats entrantes. En outre, 18 opérations de F&Ats ont été réalisées par des acquéreurs de la région MENA, ce qui représente 10,65% de l'ensemble des F&Ats entrantes. Huit (8) ou 4,73 % des F&Ats entrantes ont été réalisées par des acheteurs étrangers d'Asie et d'ASS, respectivement. Enfin, l'Australie a représenté 4 transactions de F&A, soit 2,36% du total des transactions. Le

Tableau 10 présente une étude descriptive des F&A entrantes au Maroc, avec plus de détails dans les sous-sections suivantes. L'analyse descriptive des F&Ats entrantes au Maroc est présentée dans le

Tableau 10 et détaillée davantage dans les sous-sections dessous.

1.2.1. Analyse descriptive des pays d'origine européens

Les F&Ats entrantes au Maroc proviennent principalement de l'Europe de l'Ouest avec 56,76 %, suivi de l'Europe du Nord avec 25,22 % et finalement l'Europe du Sud avec 18,02 %. La moyenne annuelle des F&Ats en provenance d'Europe est de 0,47 opération. La totalité des acquéreurs européens de notre échantillon sont des pays développés vu la moyenne, la médiane et le mode qui sont de 1.

1.2.1.1. Variables macroéconomiques par région d'origine européenne

La croissance économique moyenne de la région Européenne est de 1,54 %. Malte est le pays qui a réalisé la plus grande croissance économique moyenne avec 4,13 % suivie du Luxembourg avec 2,73 %. Cependant, seule l'Italie a connu une moyenne négative de 0,1 %.

Les récessions de la région ont été constatées durant l'année 2020 à cause de la crise de la Covid, avec exemple l'Espagne -11,33 % et l'Angleterre -11,03 %.

La monnaie la plus forte dans notre échantillon européen est le Pound Sterling avec un taux de change de 0,65 et l'Euro avec une moyenne de 0,8. Cependant, la couronne danoise est la monnaie la plus faible avec une moyenne de 5,98. L'ouverture commerciale moyenne de la région européenne de notre échantillon est de 116,8 avec un écart-type de 83,67, montrant ainsi la forte dispersion des variables d'ouverture commerciale. Le Luxembourg, qui est reconnu comme étant un des pays les plus ouverts commercialement dans le monde, fait partie de notre échantillon avec une moyenne de 327,54, suivi de la République de Malte avec 287,31. Cependant, l'Italie avec 55,25 et le Royaume-Uni avec 58,79 sont les pays les moins ouverts au commerce international de notre échantillon.

La moyenne des ressources naturelles dans l'échantillon des pays d'origine européenne est de 0,26 % du PIB, la médiane est de 0,07 et le mode est de 0, l'écart type est très faible de 0,4. Ces résultats prouvent que les données ne sont pas éparpillées autour de la moyenne et qu'en l'occurrence l'ensemble des pays dans notre échantillon sont pauvres en ressources naturelles. Cet écart type renseigne que la majorité des pays de notre sous-échantillon sont des pays faibles en ressources naturelles. Le Danemark avec 5,98 % et la Suède avec 0,8 % sont les pays les plus riches dans notre échantillon alors que les moyennes les plus faibles sont à Malte, en Islande et en Suisse avec 0 % du PIB.

1.2.1.2. Variables institutionnelles par région d'origine européenne

La moyenne de qualité de gouvernance est 1,6 avec un écart type modéré de 1,03 et [Min - 0,8 ; Max 3,04]. Cet écart type découle de la différence dans la qualité institutionnelle entre les pays du Nord qui est la meilleure d'Europe et ceux des autres régions européennes. Le pays avec la meilleure qualité de gouvernance est la Finlande avec une moyenne de 2,83 et le Danemark avec une moyenne de 2,67. Les plus faibles moyennes de qualité de gouvernance nationale sont enregistrées en Italie avec -0,63 et en Espagne avec 0,22.

La moyenne d'affinité politique sur la reconnaissance de la marocanité du Sahara est de 0,78. Cette moyenne qui est proche de 1 avec une médiane, un mode de 1 et un écart type faible de 0,41 décrypte l'existence de plusieurs pays reconnaissant la souveraineté du Maroc sur le Sahara. Dans notre échantillon, la Finlande et l'Islande ne reconnaissent pas la souveraineté du

Maroc dans notre période d'échantillonnage. Cependant, l'Espagne n'a pas reconnu la souveraineté du Maroc sur le Sahara entre 2005 et 2021, mais a reconnu le Plan d'autodétermination du Sahara sous souveraineté marocaine le 14 mars 2022.

La moyenne des représentations diplomatiques entre le Maroc et les pays européens issus de notre échantillon est de 8,45. Cette moyenne prouve l'importance des représentations diplomatiques dans les relations entre le Maroc et les pays européens. Cependant, l'écart type important de 7,10 et [Min 0 ; Max 27] prouvent la forte distribution des variables autour de la moyenne. Dans ce sens, La France est le pays avec le plus grand nombre d'institutions diplomatiques avec une moyenne de 27 et l'Espagne avec une moyenne de 22 représentations diplomatiques. Cependant, les résultats confirment l'absence de représentations diplomatiques entre l'Islande et le Maroc et de faibles représentations avec Luxembourg 2 et Malte 4.

La moyenne annuelle des visites diplomatiques entre le Maroc et les pays européens est de 1,36. Les plus grandes moyennes de visites diplomatiques ont été enregistrées avec l'Espagne 5,35 et la France 5,3. Cependant, Malte et l'Islande ont des moyennes nulles. Les paramètres du mode et de la médiane enregistrent des résultats nuls, de l'écart type est de 2,8 et la fourchette [Min 0 ; Max 17] prouve la dispersion moyenne des variables autour de la moyenne et l'existence de grands écarts entre les données de cette variable.

La majorité des formes de gouvernement des pays d'origine dans notre échantillon sont des républiques. La moyenne de 0,42 qui est proche de 0, le mode et la médiane 0 prouvent que la majorité des acquéreurs proviennent des pays qui ont une forme de gouvernement non monarchique. La France est la république qui a effectué le plus grand nombre d'opérations de F&Ats. Cependant, le Royaume-Uni est la monarchie parlementaire qui a réalisé le plus grand nombre d'opérations de F&Ats.

D'après l'optique de la distance culturelle, la moyenne de la distance culturelle est de 1,55, ce qui prouve que les pays d'origine européenne sont culturellement loin du Maroc. Le pays européen le plus proche du Maroc est l'Espagne avec une moyenne de 0,38 qui est la donnée inférieure. Cependant, le Danemark est le pays le plus loin culturellement du Maroc avec une moyenne de 4,09. La moyenne, la médiane, le mode et la distance religieuse sont de 1 et l'écart type de 0 prouvent que la religion islamique n'est pas la religion d'État dans tous les pays d'origine européenne dans notre échantillon. La moyenne de la distance linguistique est de 0,79, cette moyenne suppose que la majorité des pays de notre échantillon ne partagent pas le même

facteur linguistique avec le Maroc, sauf pour la France et l'Espagne. Cependant, le colonialisme a une moyenne de 0,21, ce qui conclut qu'uniquement 21 % des pays de notre échantillon ont un lien colonial avec le Maroc, à savoir, la France et l'Espagne.

1.2.2. Analyse descriptive des pays d'origine d'Amérique

Comme cité avant, la majorité des acquéreurs proviennent également d'Amérique du Nord avec 20 transactions des F&Ats entrantes au Maroc. Les acquéreurs américains (États-Unis d'Amérique) ont accaparé 60 % de ces opérations, les Canadiens ont réalisé 35 % des opérations et finalement les Mexicains avec 5 % du total des opérations de F&Ats entrantes.

À partir de l'analyse du

Tableau 10, la moyenne des opérations de F&Ats par des acquéreurs américains est de 0,39 opération. Les entreprises américaines sont celles qui ont réalisé le plus grand nombre des opérations de F&Ats entrantes avec 0,71 par an, suivies des entreprises canadiennes avec une moyenne de 0,14 transaction par an et finalement le Mexique avec 0,05 par an. Environ 67 % des pays d'origine en provenance d'Amérique sont des pays développés (PD) à l'instar des États-Unis et du Canada alors que 33 % sont des pays émergents (PE) à savoir le Mexique.

1.2.2.1. Variables macroéconomiques par région d'origine d'Amérique

La moyenne annuelle de croissance économique dans notre échantillon est de 1,87 %, avec un écart type de 2,79 [Min -7,99 ; Max 6,87]. La croissance économique moyenne la plus élevée dans notre échantillon est celle du Canada avec 2,07 %, suivie des États-Unis 1,84 % et puis du Mexique, 1,67 %. Les années 2009 et 2020 ont été les années qui ont marqué les fortes récessions de ces trois économies suite à la crise financière de 2008 et à la crise sanitaire de la Covid de 2020. Le Mexique est le pays qui a enregistré la forte récession en 2020 avec -7,99 % suivi du Canada -5,23 %.

La moyenne du taux de change dans notre échantillon est de 5,73 avec un écart type de 2,97 montrant une forte distribution autour de la moyenne. La moyenne du taux de change a été influencée négativement par le peso mexicain qui a une moyenne de 15,02. Cependant, le dollar américain est la monnaie la plus forte suivie du dollar canadien avec un taux de change de 1,73.

Les pays d'Amérique du Nord ne sont pas très ouverts au commerce international, vu la moyenne de 53,02. Cependant, l'écart type de 19,13, la médiane de 60,78 et [Min 23,38 ; Max 83,62] prouvent la forte dispersion et les grands écarts entre les variables. Dans ce sens, les États-Unis sont le pays le moins ouvert au commerce avec une moyenne de 27,62, alors que le Mexique est le pays le plus inscrit dans le commerce international avec une moyenne de 67,02.

Les pays d'origine en provenance du continent américain ne sont pas riches en dotations naturelles avec une médiane de 1,98 % du PIB et une moyenne de 2,69 % du PIB et [Min 0,24 ; Max 6,8]. Les États-Unis sont le pays d'origine le plus faible en ressources naturelles avec une moyenne de 0,81 % du PIB, suivi du Canada avec 2,29 % du PIB et finalement du Mexique avec 4,25 % du PIB.

1.2.2.2. Variables institutionnelles par région d'origine d'Amérique

La moyenne de la qualité de gouvernance dans la région d'Amérique est de 0,23, ce qui renseigne la bonne qualité des institutions publiques de la région. Cependant, l'écart type de 2,22 et [Min -3,48 ; Max 2,45] révèlent l'existence de pays avec de fortes institutions publiques et d'autre avec de faibles institutions publiques. Notre échantillon révèle à cet égard que le Mexique a la moyenne de gouvernance la plus faible de la région -2,8. Cependant, les meilleures qualités de gouvernance nationale sont enregistrées aux États-Unis avec une moyenne de 1,23 et le Canada avec une moyenne de 2,24.

Dans notre échantillon, 67 % des pays partagent la vision du Maroc sur sa souveraineté sur le Sahara occidental, à savoir, le Canada et les États-Unis⁶⁵ alors que le Mexique est le seul pays à ne pas reconnaître l'intégrité territoriale. La moyenne des représentations diplomatiques réciproques entre le Maroc et les pays d'Amérique est de 2,69. La plus grande moyenne des représentations diplomatiques est celle avec les États-Unis, soit une moyenne de 3,06. Cette moyenne a été majorée avec l'ouverture d'un consulat supplémentaire en 2020. Le Mexique et le Maroc se partagent 3 représentations diplomatiques. Cependant, le Canada partage avec le Maroc uniquement deux représentations. La moyenne des visites diplomatiques entre le Maroc et les pays de la région américaine sont de 0,84 avec un écart type de 1,25, une médiane de 0,

⁶⁵ Les États-Unis a toujours exprimé que l'autodétermination du peuple sahraoui sous la souveraineté du Maroc est la solution idéale pour le conflit. Dans ce sens, le 10 décembre 2022, le président américain Donald Trump promulgue un décret présidentiel avec effet immédiat reconnaissant la pleine souveraineté du Royaume du Maroc sur l'ensemble de la région du Sahara marocain.

ce qui prouve la dispersion modérée des données autour de la moyenne. Ainsi, les États-Unis sont le pays avec le plus grand nombre de visites annuelles moyen, soit 1,24 de visite par an, suivi du Canada 0,74 et du Mexique 0,53. Pour les formes de gouvernement partagé, la moyenne de 0,33 proche de 0, médiane et mode 0 prouvent que la majorité des pays dans notre échantillon ont des formes de gouvernement de république et que seul le Canada a un régime monarchique constitutionnel parlementaire. Cependant, les 66 % représentent les États-Unis et le Mexique qui sont des républiques.

La moyenne annuelle de la distance culturelle est de 1,26 avec un écart type de 0,59, montrant l'existence d'une grande distance religieuse avec le Maroc. Le Mexique est le pays le plus proche culturelle du Maroc avec 0,5. Cependant, les moyennes du Canada 1,38 et les États-Unis 1,9 renseignent l'existence d'une grande distance culturelle avec le Maroc. Pour la distance religieuse, la moyenne, la médiane, le mode de 1 et l'écart type de 0 dénotent que l'ensemble des variables sont concentrées sur 1 et en l'occurrence, l'ensemble des trois pays n'adoptent pas l'Islam comme religion. La moyenne de la distance linguistique est de 0,67 avec un mode de 1 et une médiane de 1 renseignent que la majorité de ces pays ne partagent pas le même facteur linguistique avec le Maroc à l'instar des États-Unis et le Mexique. Cependant, la seule exception est le Canada qui est un pays francophone. Finalement, une moyenne, une médiane et un écart type de 0 renseignent l'absence du passé colonial entre le Maroc et les trois pays d'origine américaine.

1.2.3. Analyse descriptive des pays d'origine du MENA

Les acquéreurs en provenance de la région du MENA ont accompli 18 opérations de F&Ats vers le Maroc. Précisément, 14 opérations proviennent de la région du Moyen-Orient, soit 77,78 %, et 4 opérations proviennent des pays d'Afrique du Nord, soit 22,22 %.

D'après le

Tableau 10, la moyenne des acquisitions des pays de la région MENA dans notre échantillon est de 0,18 opération par an. La totalité des entreprises acquéreuses en provenance de la région MENA sont des pays émergents (PE) vus par la moyenne, la médiane, le mode qui sont égaux à 1 et un écart type de 0. Les EAU sont le pays qui a réalisé le plus grand nombre d'opérations de FI&Ats au Maroc, avec une moyenne de 0,59 par an, suivie de la Tunisie avec 0,17.

Cependant, les pays comme l'Arabie Saoudite, l'Égypte et le Bahreïn ont les moyennes les plus faibles, soit l'équivalent de 0,06 opération de F&Ats entrantes par an au Maroc.

1.2.3.1. Variables macroéconomiques par région d'origine du MENA

La croissance économique moyenne de la région est de 4 %. L'écart type de 4,7 et la fourchette [Min -8,62 ; Max 26,17] renseignent que les données sont éparpillées autour de la moyenne. Le Qatar est le pays qui a réalisé la plus grande moyenne de croissance économique avec 7,93 %, suivie de l'Égypte avec 4,42 %. Toutefois, la Tunisie a la moyenne la plus basse de la région avec 2,25 %. L'année 2020 a marqué les récessions les plus importantes dans la région, avec la valeur Min qui est afférent à la Tunisie -8,6. Les EAU et le Bahreïn ont connu des récessions importantes avec respectivement des déclinés de -4,95 % et -4,93 %. La croissance maximale par an Max est de 26,17 % et a été atteinte par la monarchie du Qatar.

Le taux de change moyen est de 3,8. Cependant, l'écart type élevé de 3,75, suppose l'existence de monnaies très fortes et d'autres plus faibles, voir également [Min 0,38 ; 17,78 Max]. À cet égard, nous constatons à travers notre analyse que les monnaies les plus fortes sont le dinar du Bahreïn avec un taux de change annuel moyen de 0,38, suivi de la Tunisie avec 1,87, cependant la livre égyptienne est la monnaie la plus faible avec un taux de change de 9,47. La baisse spectaculaire de la livre égyptienne, notamment Max 17,78 en 2017, provient des décisions de la banque centrale égyptienne pour dévaluer la monnaie et de passer au régime flottant en novembre 2016. La moyenne annuelle de l'ouverture commerciale dans notre échantillon de 103,10. L'écart type de 40,96 et la fourchette [Min 30,25 ; 191,87 Max] renseignent l'existence de forte dispersion des données autour de la moyenne de la variable de l'ouverture commerciale. Les EAU sont l'économie la plus impliquée dans le commerce international avec une moyenne de 154,71, suivi du Bahreïn avec 150,28. Cependant, l'Égypte est le pays le moins inscrit dans le commerce international avec une moyenne de 46,8.

La moyenne des richesses naturelles dans la région MENA représente 19,41 % du PIB. L'écart type de 13,64 et les extrêmes [Min 1,38 ; 55,48 Max] renseignent que dans notre échantillon, existe des pays dotés d'importantes dotations de ressources naturelles et d'autres avec de faibles ressources naturelles. Parmi les pays dotés d'énormes ressources naturelles dans notre échantillon, nous trouvons l'Arabie Saoudite avec une moyenne de 37,32 % du PIB suivi du Qatar avec 27,45 % du PIB. Cependant, les moyennes de Tunisie représentant 4,41 % du

PIB avec l'Égypte avec 8,68 % du PIB prouvent que ces pays ne sont pas dotés d'énormes ressources naturelles.

1.2.3.2. Variables institutionnelles par région d'origine du MENA

La moyenne de la qualité de gouvernance dans la région MENA est de -2,01, ce qui prouve que ces pays disposent d'une qualité institutionnelle faible. Les extrémités [Min -4,51 ; Max 0,04], une médiane de -2,23 prouvent l'existence des gouvernements qui ne veulent pas ou ne peuvent pas assumer leurs responsabilités. Les moyennes les plus faibles sont enregistrées en Égypte -3,92 et en Arabie Saoudite -2,73. Cependant, les meilleures moyennes de qualité institutionnelle sont au Qatar -0,53 et aux EAU -0,36.

La totalité des pays de la région MENA qui investissent au Maroc sont des pays qui reconnaissent la souveraineté du Maroc sur le Sahara vu la moyenne, médiane, mode de 1 et un écart type de 0. La moyenne des nombres de consulats et d'ambassades est de 2,04. La moyenne de 2,04 et la médiane de 2 ainsi que le faible écart type 0,2 et le [Min 2 ; 3 Max] expliquent la très faible dispersion du nombre des représentations diplomatiques autour de la moyenne. La moyenne de 2,04 a été influencée par l'ouverture d'un consulat supplémentaire pour chacun des EAU et le Bahreïn dans les régions du Sahara en 2020.

La moyenne des visites diplomatiques dans la région est de 2,59 par an, ce qui prouve la forte relation diplomatique du Maroc avec les pays de la région MENA. La plus grande moyenne des visites bilatérales a été enregistrée avec le Qatar 4,8 et la Tunisie 4,11, cependant, l'Égypte reste le pays avec qui le Maroc a enregistré une moyenne des visites la plus faible avec 0,53 visite par an. Plus que la moitié des pays de la région MENA ayant effectué des opérations de F&Ats entrantes au Maroc sont des pays qui ont un régime monarchique, avec une moyenne de 0,67. Nous citons à titre d'exemple l'Arabie Saoudite, le Qatar, le Bahreïn et les EAU. Cependant, les pays avec un régime républicain ayant opéré des acquisitions sur le sol marocain sont l'Égypte et la Tunisie.

La moyenne de la distance culturelle est de 0,52 ; ce qui prouve que le Maroc est un pays moyennement proche des pays de la région MENA. L'écart type de 0,2 et le [Min 0,17 Max 0,71] expliquent l'existence de variables faiblement distribuées. À cet égard, la Tunisie 0,17 est le pays le plus proche du Maroc vu que le pays partage la même culture magrébine, amazighe, méditerranéenne et arabe. Cependant, l'Arabie saoudite est le pays le plus loin culturellement

avec une moyenne de 0,71. Quant à la moyenne, médiane, mode et écart type de la distance religieuse et linguistique qui sont nuls renseignent que toutes les données sont concentrées sur 0. En l'occurrence, l'ensemble de ces pays partage le facteur linguistique et religieux avec le Maroc. Finalement, pour les liens coloniaux, la moyenne, la médiane et l'écart type de 0 prouvent également l'absence de lien de colonisation avec l'ensemble des pays de la région.

1.2.4. Analyse descriptive des pays d'origine d'ASS

Les acquéreurs en provenance d'ASS ont accompli 8 opérations de F&Ats vers le Maroc. L'Afrique australe s'est taillé la part du lion dans les acquisitions en provenance d'ASS, 75 % suivi de l'Afrique ouest avec 12,5 % et centrale avec 12,5 % du sous-échantillon. La moyenne annuelle des opérations réalisées par des acquéreurs d'ASS dans notre échantillon est de 0,12 %. Les acquéreurs sud-africains ont réalisé le plus grand nombre d'opérations de F&Ats au Maroc avec 5 opérations de F&Ats. La moitié des acquéreurs de notre échantillon proviennent de pays d'origine émergents, à savoir, l'Afrique du Sud et l'île Maurice. Néanmoins, la moitié restante des F&Ats proviennent des pays africains en voie de développement.

1.2.4.1. Variables macroéconomiques par région d'origine d'ASS

La croissance économique moyenne de la région d'ASS est de 3,04. La Guinée est le pays d'origine d'ASS avec la moyenne de croissance la plus haute, soit 4,92 %, suivie de l'île Maurice avec 2,77 %. Cependant, l'écart type important de 3,59 prouve que les données sont dispersées autour de la moyenne. La moyenne de croissance la plus faible dans l'échantillon des pays d'origine est celle d'Afrique du Sud avec 1,96 %. Les récessions économiques durant la crise de la Covid ont été les plus importantes, avec une valeur Min de -14,60 % pour l'île Maurice en 2020, suivies de l'Afrique du Sud avec -6,34 %. La croissance économique la plus importante est celle de la Guinée en 2016 avec 10,82.

Le taux de change moyen est de 1885,83, l'écart type très important de 3126,64, la grande plage entre [Min 6,36 ; 9565,08 Max] et la médiane 243,85 reflètent l'existence de données très dispersées autour de la moyenne. La monnaie la plus forte est celle du Rand sud-africain avec une moyenne de taux de change de 10,58 et la plus faible est celle du franc guinéen avec une moyenne de taux de change de 6973,67. La variable Min 6,36 reflète la puissance du rand sud-africain en 2005. Cependant, la variable max de 9665,08 prouve la faiblesse du franc guinéen durant l'année 2020.

La moyenne de l'ouverture commerciale de la région d'ASS est de 82,75. L'écart type de 23,1, la médiane de 4,52 et la grande fourchette de [Min 47,43 ; 132,38 Max] prouvent l'existence d'une forte distribution des données autour de la moyenne. L'île Maurice avec 109,01 est le pays le plus engagé dans le commerce international dans notre sous-échantillon d'ASS. Cependant, l'Afrique du Sud est le pays le moins ouvert avec une moyenne de 54,98. Toutefois, la Guinée s'est engagée depuis 2020 dans un vaste champ d'ouverture commerciale en 2020 et 2021 avec Max 132,38.

Les pays d'origine issus de l'ASS sont faibles en ressources naturelles avec une moyenne de 8,99 % du PIB. Cependant, l'écart type de 9,54 renseigne qu'il existe une dispersion modérée des données autour de la moyenne, et en conséquence, l'existence de pays dotés d'importantes ressources naturelles et d'autres ne le sont pas. Le pays qui dispose de plus de richesses naturelles est l'île Maurice avec une moyenne de 16,95 % du PIB. Cependant, le pays qui dispose de moins de ressources naturelles est le Gabon avec une moyenne de 0,04 % du PIB.

1.2.4.2. Variables institutionnelles par région d'origine d'ASS

La moyenne de qualité de gouvernance dans les pays d'origine d'ASS est très faible, vu la moyenne négative de -2,61. Si nous analysons également l'écart type, il est de 2,02 et les variables sont dispersées entre [Min -6,11, Max 0,33]. Ces paramètres prouvent l'existence de pays avec des institutions publiques très faibles et d'autres avec des institutions peu fortes. Dans cet échantillon, 3 pays sur 4 ont des moyennes négatives, à savoir la Guinée avec une moyenne de -5,14, le Gabon avec une moyenne de -3,7 et l'Afrique du Sud -1,63. Le seul pays avec une bonne qualité de gouvernance est celui de l'île Maurice avec une moyenne de 0,04. La variable min de -6,11 a été enregistrée en Guinée en 2007 suite aux nombreux problèmes rencontrés dans le pays, notamment les manifestations liées à la grève nationale guinéenne contre le président Lansana Conté.

La moitié de notre échantillon reconnaît la souveraineté du Maroc sur le Sahara comme la Guinée et le Gabon. Néanmoins, l'île Maurice et l'Afrique du Sud ne le reconnaissent pas. La moyenne du nombre des représentations diplomatiques entre le Maroc et les pays de la région est de 2,31. Le nombre des représentations partagées maximales est de 5 et minimal est de 1. Le Gabon et le Maroc ont le nombre maximal de représentations diplomatiques bilatérales suite à l'ouverture d'un nouveau consulat du Gabon au Sahara en 2020. Cependant, l'île Maurice ne partage qu'une seule représentation diplomatique avec le Maroc.

Pour les visites diplomatiques, la moyenne est de 0,47 avec un mode, une médiane de 0 et un écart type de 1,16 qui prouvent que les variables ne sont pas trop dispersées autour de la moyenne. D'après nos sources, aucune visite diplomatique n'a eu lieu entre les îles Maurice et le Maroc, suivis de l'Afrique du Sud avec une moyenne de 0,06. Cependant, la moyenne des visites politiques et diplomatiques bilatérales la plus élevée a été enregistrée avec le Gabon avec une moyenne annuelle de 0,88 et la Guinée avec une moyenne de 0,94. Quant à la forme de gouvernement, aucun des pays d'origine situés en ASS n'a une forme monarchique, ce qui est expliqué par un mode, une médiane et un écart-type nul.

Pour l'analyse institutionnelle informelle, l'analyse descriptive montre l'existence d'une différence culturelle entre le Maroc et les pays d'ASS estimée à 0,79. Le Gabon est proche culturellement du Maroc avec une moyenne de 0,35 et la Guinée avec 0,37. Néanmoins, les Îles Maurice sont le pays le plus loin culturellement du Maroc avec une moyenne de 1,77. La moyenne de la distance religieuse est de 0,75. Une moyenne proche de 1 avec un mode de 1 et une médiane de 1 prouvent que la majorité des acquéreurs, 75 % d'ASS ne partage pas la même religion avec le Maroc. Le seul pays à être musulman entre les 4 pays de notre échantillon est la Guinée. La moyenne de la distance linguistique est de 0,5, ce qui explique que la moitié de notre échantillon de pays acquéreurs en provenance d'ASS parle français ou arabe à l'instar de la Guinée et du Gabon. Finalement, une moyenne, une médiane et un écart type 0 du colonialisme prouvent qu'il n'existe aucun passé colonial entre le Maroc et les pays d'ASS de notre échantillon.

1.2.5. Analyse descriptive des pays d'origine asiatique

Les F&Ats en provenance d'Asie ont constitué 7,20 % du total des F&Ats. La moyenne générale des opérations en provenance de la région asiatique est de 0,09 opération par an, cette moyenne est très faible. Singapour est le pays ayant réalisé le plus grand nombre d'opérations avec une moyenne de 0,18, suivi de la Malaisie avec une moyenne de 0,12. L'Inde, le Japon et la Turquie ont les moyennes les plus faibles, soit 0,06 pour chacun des trois pays. Environ 40 % des acquéreurs asiatiques sont des pays développés et 60 % sont des économies émergentes.

1.2.5.1. Variables macroéconomiques par région d'origine asiatique

La croissance économique moyenne de la région asiatique est de 4,12 %. L'écart type de 3,99 prouve que la distribution est importante autour de la moyenne. La croissance annuelle la

plus intéressante dans notre échantillon des pays d'origine asiatique est celle de Singapour en 2010 avec Max 14,53 % et la plus faible était sous forme de récession économique enregistrée par l'Inde durant la crise de la Covid avec une valeur Min -6,60 %. L'Inde est le pays qui a réalisé la croissance économique moyenne la plus intéressante de la région avec 6,05 %, suivi de la Turquie avec 5,23 %. Cependant, le Japon est le pays qui a réalisé la croissance économique la plus faible de la région avec une moyenne de 0,43 %.

La moyenne du taux de change est de 33,87. L'écart type est important, démontrant ainsi la très forte distribution des données autour de la moyenne. Ces paramètres descriptifs expliquent l'existence de grands écarts entre les monnaies fortes avec Min 1,25 pour le dollar singapourien et les monnaies faibles pour le yen japonais avec Max 121,04. D'après notre échantillon, le dollar de Singapour est la monnaie la plus forte avec une moyenne de 1,39, alors que le yen japonais est la monnaie la plus faible.

La moyenne de l'ouverture commerciale de 129,01 avec l'écart type important de 126,27 qui prouve la forte dispersion des données. En l'occurrence, notre échantillon est marqué par l'existence des économies très ouvertes, à l'instar du Singapour avec Max 437,33 et d'autres, faiblement ouvertes comme le Japon avec Min 24,39. Le Singapour est l'économie la plus ouverte avec une moyenne de 361,56 et l'économie japonaise est la moins ouverte de notre échantillon avec une moyenne de 32,35.

La moyenne générale de la disponibilité des ressources naturelles dans notre échantillon des pays acquéreurs asiatiques est de 2,57 % du PIB en contrepartie d'un écart type important de 3,74. Le mode 1,86 % du PIB et médiane de 0,4 % du PIB [Min 0 ; Max 13,67]. Ces statistiques, relatives aux ressources naturelles, prouvent que la majorité des pays de notre échantillon sont faibles en ressources naturelles. Les pays les plus faibles en ressources naturelles dans notre échantillon sont le Singapour avec 0 % du PIB et le Japon 0,04 % du PIB. Néanmoins, la Malaisie est le pays le plus doté de ressources naturelles dans notre échantillon avec une moyenne de 8,99 % du PIB.

1.2.5.2. Variables institutionnelles par région d'origine asiatique

La qualité de gouvernance dans la région asiatique est jugée faible, car la moyenne est de -0,54. En outre, la médiane de -1,06 et la fourchette de [Min -3,32 et 2,63 Max] expliquent que dans notre échantillon, la majorité des pays asiatiques ont de faibles qualités de gouvernance.

La moyenne de 60 % de notre échantillon est négative. L'Inde dispose des institutions les plus faibles avec une moyenne de -2,73, suivie de la Turquie avec une moyenne de -2,62 et enfin de la Malaisie avec -1,05. Tandis que le Japon et le Singapour disposent d'institutions publiques plus fortes avec des moyennes respectives de 1,4 et de 2,32.

La totalité des pays d'origine asiatique reconnaissent le plan d'autodétermination du Maroc sur le Sahara marocain vu la moyenne, la médiane, le mode 1 et un écart type de 0. La moyenne des représentations diplomatiques réciproques est de 3 avec un écart type moyen de 1,56 et une [Min 2 ; 6 Max] ce qui justifie l'existence des représentations diplomatiques réciproques pour l'ensemble de l'échantillon. La Turquie est le pays avec qui le Maroc se partage un nombre élevé de représentations diplomatiques avec une moyenne de 6. Cependant, une Min et un mode de 2, renseignent que la majorité des pays ont uniquement deux représentations diplomatiques, ce qui est le cas pour l'Inde, la Malaisie et le Singapour, soit 60 % de notre échantillon.

La moyenne des visites diplomatiques bilatérales entre le Maroc et les pays asiatiques est de 1,01. Par contre, une médiane, mode et min 0 dénote l'existence récurrente dans notre échantillon d'un nombre nul de visites annuelles par pays. Dans ce sens, les moyennes de Singapour et de la Malaisie ont été les plus faibles avec respectivement 0,24 et 0,29 par an. Toutefois, le Japon est le pays avec qui le Maroc s'échange une moyenne de visite élevée, soit 2,76 visites par an, suivi de la Turquie avec 0,94 visite par an. Nous concluons ainsi que les relations diplomatiques entre le Maroc et ces pays asiatiques sont très faibles.

Quant aux régimes de gouvernement partagé, la moyenne de 0,33, le mode et la médiane de 0 montrent que la majorité des acquéreurs asiatiques sont des républiques, à savoir l'Inde, la Turquie, Singapour. Cependant, les deux autres régimes appartenant au Japon et à la Malaisie sont des régimes monarchiques.

La distance culturelle est d'une moyenne de 1,22 renseignant ainsi l'existence d'une grande distance culturelle. La Turquie a la distance culturelle la plus faible avec un Min de 0,26. Cependant, la plus grande distance culturelle avec le Maroc Max de 2,34 est relative à Singapour.

La distance religieuse est d'une moyenne de 0,6. Cette moyenne, accompagnée d'une médiane, d'un mode de 1, prouve l'existence de plusieurs pays qui ne partagent pas la religion

de l'Islam avec le Maroc. Autrement, seuls 40 % de notre échantillon des acquéreurs asiatiques sont des pays musulmans, à savoir la Turquie et la Malaisie.

Cependant, la moyenne, le mode, la médiane de 1 et la fourchette [Min 1 ; Max 1] concluent que l'ensemble de notre échantillon d'acquéreur asiatique ne parle pas l'arabe. D'un autre côté, la moyenne, le mode, la médiane de 0 et la fourchette [Min 0 ; Max 0] prouvent l'absence de lien de colonialisme entre le Maroc et les pays d'origine asiatiques de notre échantillon.

1.2.6. Analyse descriptive des pays d'origine d'Océanie

La moyenne des opérations en provenance d'Océanie est de 0,24. L'ensemble des acquéreurs provient des pays développés, vu que la moyenne, la médiane, le mode sont de 1 ainsi que l'écart type est de 0. L'ensemble des acquéreurs provient de l'Australie.

1.2.6.1. Variables macroéconomiques par région d'origine d'Océanie

La moyenne de croissance annuelle est de 2,57% avec un écart type relativement faible de 0,91. Le taux de croissance le plus faible a été enregistré durant la crise de la Covid en 2020 avec -0,05. Néanmoins, la plus haute croissance a été réalisée en 2012 avec 3,92 %. Le taux de change moyen est de 1,24 avec un écart type de 0,15, ce qui explique les faibles variations du taux de change et également la force du dollar australien. La moyenne de l'ouverture commerciale est de 42,26. La région est faible en ressources naturelles avec une moyenne de 5,73 %. L'écart type est de 1,51, ce qui renseigne que les données sont moyennement dispersées autour de la moyenne.

1.2.6.2. Variables institutionnelles par région d'origine d'Océanie

La qualité de gouvernance nationale est d'une moyenne de 2,16 montrant que le pays à une forte qualité des institutions publiques. L'écart type de 0,1 prouve qu'il n'y a pas eu de fortes variations dans les dimensions de la gouvernance nationale entre 2005 et 2021. L'Australie partage le projet d'autonomie du Sahara sous la souveraineté du Maroc proposée par le Royaume du Maroc. Le Maroc et l'Australie se partagent deux représentations diplomatiques. La moyenne annuelle des visites diplomatiques est de 0,76. En outre, la fourchette des visites est de [Min 0 ; 3 Max]. Ces deux résultats de moyenne et de fourchette montrent la faiblesse des relations diplomatiques entre ces deux pays. La forme de gouvernement est une monarchie

constitutionnelle. L'Australie a une grande distance culturelle avec le Maroc avec une moyenne de 1,81, ne partage ni la religion islamique ni la langue arabe ou française vu les résultats de la moyenne, la médiane, le mode qui sont de 1 et celui de l'écart type qui est de 0.

Tableau 10 Statistiques descriptives des F&Ats entrantes au Maroc par région d'acquéreur

	Moyenne	Médiane	Mode	Écart-type	Aplatissement	Asymétrie	Min	Max
Europe								
Nb	0,47	0,00	0,00	0,94	7,45	2,56	0,00	6,00
PD	1,00	1,00	1,00	0,00	0,00	0,00	1,00	1,00
PE	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
PED	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Croiss_éco	1,54	1,90	-	3,34	2,57	-0,97	-11,33	10,86
Tx_chg	1,16	0,80	0,80	1,35	9,81	3,39	0,50	6,73
Ouv_comm	116,80	84,34	-	83,67	1,92	1,78	45,42	388,12
Ress_Nat	0,26	0,07	0,00	0,40	5,34	2,32	0,00	2,05
Qult_gov	1,60	1,81	-	1,03	-0,59	-0,62	-0,80	3,04
Sahara	0,78	1,00	1,00	0,41	-0,12	-1,37	0,00	1,00
Nbr_emb.cslt	8,45	6,50	7,00	7,10	1,57	1,58	0,00	27,00
Visites	1,36	0,00	0,00	2,80	11,21	3,17	0,00	17,00
Gov_form	0,42	0,00	0,00	0,49	-1,91	0,33	0,00	1,00
Dist_cult	1,55	1,07	0,38	1,15	-0,06	1,12	0,38	4,09
Dist_relig	1,00	1,00	1,00	0,00	0,00	0,00	1,00	1,00
Dist_ling	0,79	1,00	1,00	0,41	0,14	-1,46	0,00	1,00
Colonial	0,21	0,00	0,00	0,41	-0,04	1,40	0,00	1,00
Amérique								
Nb	0,39	0,00	0,00	0,67	0,90	1,47	0,00	2,00
PD	0,67	1,00	1,00	0,48	-1,53	-0,73	0,00	1,00
PE	0,33	0,00	0,00	0,48	-1,53	0,73	0,00	1,00
PED	0,00	0,00	0,00	0,00	-	-	0,00	0,00
Croiss_éco	1,87	2,29	-	2,79	3,29	-1,57	-7,99	6,87
Tx_chg	5,73	1,14	1,00	6,97	-0,53	1,04	0,99	21,49
Ouv_comm	53,02	60,78	-	19,13	-1,39	-0,41	23,38	83,62
Ress_Nat	2,45	1,98	1,50	1,92	-0,38	0,90	0,24	6,80
Qult_gov	0,23	1,31	-	2,22	-1,46	-0,62	-3,48	2,45
Sahara	0,67	1,00	1,00	0,48	-1,53	-0,73	0,00	1,00
Nbr_emb.cslt	2,69	3,00	3,00	0,51	-0,82	-0,35	2,00	4,00
Visites	0,84	0,00	0,00	1,25	1,63	1,51	0,00	5,00
Gov_form	0,33	0,00	0,00	0,48	-1,53	0,73	0,00	1,00
Dist_cult	1,26	1,38	1,38	0,59	-1,53	-0,31	0,50	1,91
Dist_relig	1,00	1,00	1,00	0,00	-	-	1,00	1,00
Dist_ling	0,67	1,00	1,00	0,48	-1,53	-0,73	0,00	1,00
Colonial	0,00	0,00	0,00	0,00	-	-	0,00	0,00
MENA								
Nb	0,18	0,00	0,00	0,50	12,71	3,34	0,00	3,00
PD	0,00	0,00	0,00	0,00	-	-	0,00	0,00
PE	1,00	1,00	1,00	0,00	-	-	1,00	1,00
PED	0,00	0,00	0,00	0,00	-	-	0,00	0,00
Croiss_éco	4,00	3,61	-	4,70	6,51	1,55	-8,62	26,17
Tx_chg	3,80	3,66	3,75	3,47	7,77	2,57	0,38	17,78
Ouv_comm	103,10	95,20	139,81	40,96	-0,79	0,25	30,25	191,87
Ress_Nat	19,41	17,07	18,21	13,64	-0,01	0,80	1,38	55,48
Qult_gov	-2,01	-2,23	-	1,29	-1,02	0,00	-4,51	0,04
Sahara	1,00	1,00	1,00	0,00	-	-	1,00	1,00
Nbr_emb.cslt	2,04	2,00	2,00	0,20	21,65	4,82	2,00	3,00
Visites	2,59	2,00	0,00	2,93	1,76	1,46	0,00	13,00
Gov_form	0,67	1,00	1,00	0,47	-1,52	-0,72	0,00	1,00
Dist_cult	0,52	0,58	0,71	0,20	-0,94	-0,71	0,17	0,71
Dist_relig	0,00	0,00	0,00	0,00	-	-	0,00	0,00
Dist_ling	0,00	0,00	0,00	0,00	-	-	0,00	0,00
Colonial	0,00	0,00	0,00	0,00	-	-	0,00	0,00
Asie								
Nb	0,09	0,00	0,00	0,33	15,08	3,78	0,00	2,00
PD	0,40	0,00	0,00	0,49	-1,87	0,42	0,00	1,00
PE	0,60	1,00	1,00	0,49	-1,87	-0,42	0,00	1,00

<i>PED</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00*	0,00*	0,00	0,00
<i>Croiss_éco</i>	4,12	4,74	-	3,99	0,57	-0,51	-6,60	14,53
<i>Tx_chg</i>	33,87	4,14	-	41,89	-0,86	0,86	1,25	121,04
<i>Ouv_comm</i>	129,01	53,77	-	126,27	-0,01	1,22	24,39	437,33
<i>Ress_Nat</i>	2,57	0,40	1,86	3,74	1,43	1,55	0,00	13,76
<i>Qult_gov</i>	-0,54	-1,06	-	2,10	-1,60	0,21	-3,32	2,63
<i>Sahara</i>	1,00	1,00	1,00	0,00	0,00*	0,00*	1,00	1,00
<i>Nbr_emb.cslt</i>	3,00	2,00	2,00	1,56	-0,01	1,31	2,00	6,00
<i>Visites</i>	1,01	0,00	0,00	2,15	22,39	4,14	0,00	15,00
<i>Gov_form</i>	0,33	0	0	0,47	-1,47	0,73	0,00	1,00
<i>Dist_cult</i>	1,22	1,29	0,46	0,79	-1,49	0,09	0,26	2,34
<i>Dist_relig</i>	0,60	1,00	1,00	0,49	-1,87	-0,42	0,00	1,00
<i>Dist_ling</i>	1,00	1,00	1,00	0,00	0,00*	0,00*	1,00	1,00
<i>Colonial</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00*	0,00*	0,00	0,00
ASS								
<i>Nb</i>	0,12	0,00	0,00	0,37	11,33	3,31	0,00	2,00
<i>PD</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	-	-	0,00	0,00
<i>PE</i>	0,50	0,50	0,00	0,50	-2,06	0,00	0,00	1,00
<i>PED</i>	0,50	0,50	1,00	0,50	-2,06	0,00	0,00	1,00
<i>Croiss_éco</i>	3,04	3,72	-	3,59	8,41	-1,97	-14,60	10,82
<i>Tx_chg</i>	1885,83	243,85	9565,08	3126,64	0,63	1,49	6,36	9565,08
<i>Ouv_comm</i>	82,75	79,42	-	23,10	-0,78	0,41	47,43	132,38
<i>Ress_Nat</i>	8,99	4,51	0,03	9,54	0,85	1,19	0,03	38,81
<i>Qult_gov</i>	-2,61	-2,63	-	2,02	-1,36	0,01	-6,11	0,33
<i>Sahara</i>	0,50	1,00	-	0,50	-2,06	-0,06	0,00	1,00
<i>Nbr_emb.cslt</i>	2,31	2,00	2,00	1,16	-0,65	0,72	1,00	5,00
<i>Visites</i>	0,47	0,00	0,00	1,11	8,18	2,86	0,00	5,00
<i>Gov_form</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	-	-	0,00	0,00
<i>Dist_cult</i>	0,79	0,54	0,32	0,59	-0,84	0,96	0,32	1,77
<i>Dist_relig</i>	0,75	1,00	1,00	0,44	-0,62	-1,18	0,00	1,00
<i>Dist_ling</i>	0,50	0,50	0,00	0,50	-2,06	0,00	0,00	1,00
<i>Colonial</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	-	-	0,00	0,00
Océanie								
<i>Nb</i>	0,24	0,00	0,00	0,75	13,05	3,56	0,00	3,00
<i>PD</i>	1,00	1,00	1,00	0,00	0,00*	0,00*	1,00	1,00
<i>PE</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00*	0,00*	0,00	0,00
<i>PED</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00*	0,00*	0,00	0,00
<i>Croiss_éco</i>	2,57	2,53	-	0,91	3,63	-1,16	-0,05	3,92
<i>Tx_chg</i>	1,24	1,30	-	0,15	-0,80	-0,56	0,97	1,45
<i>Ouv_comm</i>	42,26	41,95	-	1,83	0,10	0,52	39,18	45,83
<i>Ress_Nat</i>	5,73	5,36	5,92	1,51	0,25	0,78	3,28	8,68
<i>Qult_gov</i>	2,16	2,18	-	0,10	-0,02	-0,71	1,95	2,30
<i>Sahara</i>	1,00	1,00	1,00	0,00	0,00*	0,00*	1,00	1,00
<i>Nbr_emb.cslt</i>	2,00	2,00	2,00	0,00	0,00*	0,00*	2,00	2,00
<i>Visites</i>	0,76	1,00	1,00	0,83	2,01	1,24	0,00	3,00
<i>Gov_form</i>	1,00	1,00	1,00	0,00	0,00*	0,00*	1,00	1,00
<i>Dist_cult</i>	1,81	1,81	1,81	0,00	-2,29	1,10	1,81	1,81
<i>Dist_relig</i>	1,00	1,00	1,00	0,00	0,00*	0,00*	1,00	1,00
<i>Dist_ling</i>	1,00	1,00	1,00	0,00	0,00*	0,00*	1,00	1,00
<i>Colonial</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00*	0,00*	0,00	0,00

2. Analyse des secteurs d'activité des F&As transfrontalières

Les secteurs d'activité des entreprises cibles et acquéreuses doivent inévitablement être examinés afin de mener une étude approfondie de l'échantillon. Un examen complet des différents secteurs d'activité permettra d'obtenir des informations pertinentes sur le paysage des F&As au Maroc.

Notre analyse des secteurs d'activités des entreprises acquéreuses et cibles est synthétisée dans le Tableau 11 qui est davantage détaillé dans l'Annexe 14 et l'Annexe 15. Nous

commençons notre analyse des secteurs d'activités par les F&Ats sortantes, puis nous terminons par les F&Ats entrantes.

2.1. Secteurs d'activités d'entreprises impliquées dans les F&As transfrontalières sortantes

La structure de cette sous-section respectera le volume des opérations de F&Ats sortantes par région cible. Dans ce sens, l'analyse se portera premièrement sur la région d'ASS, deuxièmement sur la région européenne, troisièmement, la région du MENA et finalement la région d'Amérique latine.

2.1.1. Analyse des secteurs d'activité dans les pays cibles d'ASS

L'analyse des secteurs d'activités des entreprises marocaines engagées dans des opérations de F&Ats en ASS révèle, d'après l'Annexe 14, que la majorité des acquéreurs sont des banques avec 20,69 % du total des F&Ats sortantes. Les holdings marocains et les entreprises de capital investissement sont également très dynamiques dans les opérations des F&Ats à l'étranger avec 9,20 % du total des F&Ats sortantes. Les entreprises dans le secteur des télécommunications ont effectué 8,05 % du total des acquisitions transfrontalières. Les assurances marocaines sont de plus très actives en ASS avec 6,9 % du total des F&Ats sortantes. Les entreprises qui opèrent dans le secteur des matériaux de construction ont effectué de nombreuses acquisitions en Afrique pour atteindre 4,6 % du total des F&Ats sortantes du Maroc.

Les principales acquisitions dans le secteur bancaire ont été faites par le groupe Attijari Wafabank et la banque centrale populaire. Pour les Holdings, les acquisitions les plus intéressantes ont été faites par Al Mada (Anciennement SNI⁶⁶), FPOS et Holmarcom. Quant au secteur de la télécommunication, Maroc telecom est l'entreprise qui a effectué le plus grand nombre d'acquisitions en ASS.

Pour le secteur des assurances, l'acquéreur Saham est celui qui a opéré la majorité des acquisitions, suivies de Wafa Assurance. Dans le secteur des matériaux de construction, LafargeHolcim Maroc Afrique SAS, Delattre Levivier Maroc SA, Ciments de l'Afrique sont les principaux acquéreurs en ASS.

⁶⁶ Société nationale d'investissement : Holding détenu par la famille royale marocaine

Les principales cibles des acquéreurs marocains situées en ASS sont des banques, représentant ainsi 18,39 % du total des cibles étrangères. Les assurances et les entreprises de télécommunications constituent également les cibles étrangères privilégiées des acquéreurs marocains en ASS avec 8,05 % pour chacune des entreprises du total des acquisitions étrangères. Les cibles qui opèrent dans le secteur des matériaux de construction en ASS constituent 5,75 % du total des acquisitions internationales opérées par des entreprises marocaines.

2.1.2. Analyse des secteurs d'activité dans les cibles européennes

Les principaux acquéreurs marocains qui ont ciblé l'Europe dans notre échantillon sont des sociétés de type holding ou des sociétés de capital investissement. Dans ce sens, ces sociétés ont dominé les acquisitions étrangères en Europe avec un pourcentage de 8,05 % du total des F&Ats sortantes du Maroc. Les industries chimiques ont constitué 3,45 % du total des acquisitions sortantes. Les acquéreurs marocains qui opèrent dans les secteurs des prestations de services, à savoir des sociétés de services professionnels, ont également effectué de nombreuses acquisitions sur le territoire européen, enregistrant également 3,45 % du total des acquisitions étrangères sortantes.

Parmi les entreprises les plus dynamiques dans le secteur des Holdings, nous trouvons Fipar Holding, l'ONA. Dans le secteur des industries chimiques, l'entreprise Éléphant Vert SA est l'entreprise industrielle qui a effectué le plus grand nombre d'opérations en Europe, notamment en France.

2.1.3. Analyse des secteurs d'activité dans les pays cibles du MENA

La majorité des acquéreurs marocains, ciblant les entreprises de la région du MENA, opère dans les secteurs de prestations de service, constituant ainsi 3,45 % du total des F&Ats sortantes. L'entreprise Saham Services SA a effectué plus qu'une acquisition dans la région MENA avec 2 opérations. Le secteur bancaire s'est de plus taillé 1,15 % du total des F&Ats sortantes. Le mastodonte AWB a opéré l'unique opération d'acquisition dans le secteur bancaire avec une opération. D'autres acquéreurs marocains opérant dans les secteurs de transport et de distribution, du secteur de Holding et secteur d'industrie alimentaire ont effectué de part égale 1,15 % du total des opérations des F&Ats sortantes. Les cibles privilégiées des acquéreurs marocains opèrent principalement dans le secteur des prestations de services avec 3,45 % du

total des acquisitions étrangères. Le secteur bancaire avec le secteur industriel, l'industrie alimentaire et le secteur des assurances se partagent à parts égales 4,6 % du total des acquisitions étrangères.

2.1.4. Analyse des secteurs d'activité dans les pays cibles d'Amérique

Les deux cibles étrangères situées en Amérique des acquéreurs marocains se trouvent uniquement en Amérique latine. Les deux acquisitions ont été faites par le groupe OCP et Lafarge Maroc SA. Le groupe OCP qui opère dans le secteur d'extraction minière, a effectué une acquisition au Brésil d'une entreprise opérant dans l'industrie chimique, constituant ainsi une intégration verticale. LaFarge Maroc SA a effectué une opération horizontale en ciblant une autre entreprise opérante dans le secteur des matériaux de construction.

2.2. Secteurs d'activités d'entreprises engagées dans les F&Ats entrantes

Les principaux acquéreurs étrangers sont principalement d'origine européenne avec 65,68% du total des F&Ats entrantes, suivis par les acquéreurs de la région américaine avec 11,83%, ceux de la région MENA constituent 10,65 %, ceux d'Asie avec 4,73 % et finalement les acquéreurs australiens accaparent 2,36 % du total des F&Ats entrantes.

Nous analysons les différents secteurs d'activité de chacune de l'entreprise acquéreuse et de l'entreprise cible par région d'origine. L'analyse des secteurs d'activité sera présentée en fonction du nombre des transactions par région d'origine. Nous commençons en premier lieu par la région d'origine européenne, puis américaine, après la région du MENA, puis la région d'ASS, la région asiatique et finalement la région d'origine de l'Océanie.

2.2.1. Analyse des secteurs d'activité dans les pays d'origine européenne

Les acquéreurs européens sont majoritairement des Holdings ou des sociétés de capital investissement, représentant ainsi 13,61 % du total des F&Ats entrantes. Les entreprises qui opèrent dans le secteur des prestations de service opèrent également de nombreuses opérations de F&Ats vers des cibles marocaines et représentent 10,65 % du total des opérations de F&Ats

entrantes. Les prestations de service concernent uniquement des entreprises qui opèrent dans le conseil, les centres d'appels et la sécurité.

Les industriels européens ont par ailleurs acquis plusieurs cibles marocaines, soit 5,92 % des acquisitions entrantes. Les entreprises qui opèrent dans les activités extractives ont pareillement effectué un nombre important de F&Ats sur le sol marocain, avec une part de 5,33 % du total des F&Ats sortantes.

Parmi les acquéreurs ayant effectué de nombreuses F&Ats, nous citons dans le secteur des Holdings ou des sociétés de capital investissement comme les sociétés Abraaj North Africa Fund II LP du Royaume-Uni et la société espagnole Mediterrania Capital III. Dans les activités extractives, nous relevons 3 acquisitions de l'entreprise Sound Energy PLC qui se trouve au Royaume-Uni.

Les entreprises cibles marocaines privilégiées des acquéreurs européens opèrent majoritairement dans le secteur des prestations de service avec 17,75 % du total des acquisitions entrantes, suivi du secteur de transport et de distribution et du secteur de l'industrie avec à parts égales 5,92 %. Les activités extractives et les activités d'hôtellerie et de divertissement se partagent à parts égales 9,46 %. Le secteur de santé au Maroc a connu également d'importantes acquisitions faites par des acquéreurs européens en ciblant six entreprises, soit 3,55 %.

2.2.2. Analyse des secteurs d'activité dans les pays d'origine d'Amérique

La majorité des acquéreurs en Amérique opèrent dans les industries extractives avec 2,37 % des F&Ats sortantes, dans l'industrie alimentaire avec 2,37 %, puis dans les prestations de services avec 2,37 %. Le secteur des Holdings accapare également 1,78 % des F&Ats sortantes. Le secteur industriel accapare 2,36 % dont 1,18 % des acquisitions sortantes ont été faites par des acquéreurs dans l'industrie papetière.

Les acquéreurs ayant effectué le plus grand nombre d'opérations de F&Ats entrantes au Maroc, sont l'industriel américain International Paper Co qui a acquis deux cibles, notamment la Compagnie Marocaine des Cartons et des Papiers et Paper and Paper Products Manufacturing Company. En outre, les acquéreurs canadiens ont accompli le plus grand nombre d'opérations dans le secteur d'extraction minière.

Les cibles marocaines privilégiées des acquéreurs en Amérique opèrent principalement dans l'activité extractive, représentant ainsi 2,37 % des F&Ats entrantes. En outre, le secteur des prestations de services et l'industrie alimentaire se sont partagés distinctement 2,37 % du total des F&Ats sortantes. Les cibles dans l'industrie papetière ont accaparé 1,18 % des acquisitions étrangères entrantes.

2.2.3. Analyse des secteurs d'activité dans les pays d'origine du MENA

Les principaux acquéreurs étrangers de la région MENA opèrent principalement dans le secteur des Holdings, le secteur des prestations des services et du secteur de la technologie avec 1,78 % des F&Ats entrantes pour chaque secteur. Le secteur des énergies et le secteur des télécommunications se partagent de façon égale 2,36 % du total des acquisitions étrangères.

Parmi les acquéreurs qui ont opéré le plus grand nombre d'opérations de F&Ats, nous trouvons Bitaka Cards & Solutions, une entreprise tunisienne spécialisée dans les services professionnels technologiques et l'acquéreur en énergie Abu Dhabi National Energy Co PJSC qui a effectué deux acquisitions également dans le secteur énergétique.

Les cibles marocaines des acquéreurs de la région MENA opèrent essentiellement dans le secteur des télécommunications avec 2,37 % du total des F&Ats entrantes, le secteur des énergies avec 1,18 %, les prestations de service avec aussi 1,18 %, puis les autres secteurs accaparent 0,59 % du total des acquisitions étrangères.

2.2.4. Analyse des secteurs d'activité dans les pays d'origine d'ASS

La majorité des acquéreurs africains subsahariens sont des Holdings et des sociétés de capital investissement avec 4,14 % des F&Ats entrantes. En second lieu, les acquéreurs dans le secteur des prestations et des services constituent 0,59 % du total des F&Ats entrantes.

Les principales cibles marocaines des acquéreurs d'ASS opèrent dans le secteur des prestations de services avec 1,18 % du total des F&Ats entrantes au Maroc. Les cibles dans l'industrie alimentaire accaparent également 1,18 % du total des F&Ats entrantes au Maroc. Les cibles marocaines qui opèrent dans le secteur agricole et de pêche maritime, le secteur des

Holdings, de transport et de distribution représentent pour chaque secteur distinctement 0,59 % du total des F&Ats entrantes.

2.2.5. Analyse des secteurs d'activité dans les pays d'origine d'Asie

La majorité des acquéreurs asiatiques sont des holdings avec 2,96 % du total des F&Ats entrantes au Maroc. Les secteurs de télécommunication, de prestations de service et d'hôtellerie et de divertissement ont accaparé distinctement 0,59 % des F&Ats entrantes au Maroc pour chaque secteur. Parmi les acquéreurs les plus dynamiques, nous trouvons le holding malaisien Frontier Digital Ventures Ltd qui a effectué plusieurs acquisitions sur le territoire marocain. Le holding malaisien a acquis deux entreprises marocaines, à savoir AVITO SARL et Moteur.ma.

Les cibles marocaines privilégiées des acquéreurs asiatiques opèrent principalement dans le secteur des prestations des services avec 2,37 % du total des acquisitions entrantes. Cependant, chaque secteur des cibles, à l'instar des Holdings, l'industrie chimique, autres industries et hôtellerie et divertissement, s'est taillé 0,59 % du total des F&Ats entrantes.

2.2.6. Analyse des secteurs d'activité dans les pays d'origine d'Océanie

Les entreprises acquéreuses, en provenance d'Australie, opèrent majoritairement dans le secteur de l'extraction minière, notamment avec des acquéreurs comme Atlantic Tin⁶⁷ et Woodside Petroleum Ltd⁶⁸ constituant ainsi 2,37 % du total des opérations de F&Ats sortantes.

La majorité des acquisitions ont été opérées par Atlantic Tin, une société publique australienne non cotée. Cette société a effectué 75 % des acquisitions transfrontalières en provenance d'Australie et à destination marocaine.

Les cibles marocaines des entreprises étrangères situées en Océanie et particulièrement de l'Australie opèrent principalement dans le secteur de l'extraction minière, représentant ainsi 2,37 % du total des opérations des acquisitions transfrontalières entrantes au Maroc.

⁶⁷ Ex-Kasbah Ressources Limited. Kasbah Resources Limited était une société australienne cotée en bourse d'exploration et de développement des minéraux qui avance le projet Achmmach Tin au Royaume du Maroc.

⁶⁸ Woodside Energy Group Ltd, est une société pétrolière et gazière indépendante qui explore, développe, produit et fournit de l'énergie. Il explore et produit du pétrole et du gaz à partir d'un portefeuille d'installations en association avec certaines des plus grandes compagnies pétrolières et gazières du monde.

Tableau 11 Synthèse des secteurs d'activité par région dans l'analyse des déterminants de localisation

	ASS				MENA				EUROPE				Amérique				Asie				Océanie				Total			
	S	E	%S	%E	S	E	%S	%E	S	E	%S	%E	S	E	%S	%E	S	E	%S	%E	S	E	%S	%E	S	E	%S	%E
Acquéreurs																												
Activités extractives	2	-	2,30%	-%	-	1	-%	0,59%	1	9	1,15%	5,33%	1	4	1,15%	2,37%	-	-	-%	-%	-	4	-%	2,37%	4	18	4,60%	10,66%
Agricole et pêche maritime	-	-	-%	-%	-	-	-%	-%	1	2	1,15%	1,18%	-	-	-%	-%	-	-	-%	-%	-	-	-%	-%	1	2	1,15%	1,18%
Bancaire	18	-	20,69%	-%	1	-	1,15%	-%	1	2	1,15%	1,18%	-	-	-%	-%	-	-	-%	-%	-	-	-%	-%	20	2	22,99%	1,18%
Assurance	6	-	6,90%	-%	1	-	1,15%	-%	1	3	1,15%	1,78%	-	1	-%	0,59%	-	-	-%	-%	-	-	-%	-%	8	4	9,20%	2,37%
Holding	8	7	9,20%	4,14%	-	3	-%	1,78%	7	23	8,05%	13,61%	-	3	-%	1,78%	-	5	-%	2,96%	-	-	-%	-%	15	41	17,25%	24,27%
Industrie alimentaire	2	-	2,30%	-%	1	-	1,15%	-%	1	4	1,15%	2,37%	-	4	-%	2,37%	-	-	-%	-%	-	-	-%	-%	4	8	4,60%	4,74%
Industrie chimique	2	-	2,30%	-%	-	1	-%	0,59%	3	4	3,45%	2,37%	-	-	-%	-%	-	-	-%	-%	-	-	-%	-%	5	5	5,75%	2,96%
Industrie papetière	-	-	-%	-%	-	1	-%	0,59%	-	-	-%	-%	-	2	-%	1,18%	-	-	-%	-%	-	-	-%	-%	0	3	-%	1,77%
Industrie métallurgique	1	-	1,15%	-%	-	-	-%	-%	-	-	-%	-%	-	-	-%	-%	-	-	-%	-%	-	-	-%	-%	1	0	1,15%	0,00%
Matériaux de construction	4	-	4,60%	-%	-	-	-%	-%	1	4	1,15%	2,37%	1	-	1,15%	-%	-	-	-%	-%	-	-	-%	-%	6	4	6,90%	2,37%
Industrie automobile	-	-	-%	-%	-	-	-%	-%	-	2	-%	1,18%	-	-	-%	-%	-	-	-%	-%	-	-	-%	-%	0	2	-%	1,18%
Autres industries	2	-	2,30%	-%	1	-	1,15%	-%	-	10	-%	5,92%	-	2	-%	1,18%	-	-	-%	-%	-	-	-%	-%	3	12	3,45%	7,10%
Energies	-	-	-%	-%	-	2	-%	1,18%	-	5	-%	2,96%	-	-	-%	-%	-	-	-%	-%	-	-	-%	-%	0	7	-%	4,14%
Télécommunication	7	-	8,05%	-%	-	2	-%	1,18%	1	2	1,15%	1,18%	-	-	-%	-%	-	1	-%	0,59%	-	-	-%	-%	8	5	9,20%	2,95%
Transport et Distribution	2	-	2,30%	-%	-	1	-%	0,59%	-	9	-%	5,33%	-	-	-%	-%	-	-	-%	-%	-	-	-%	-%	2	10	2,30%	5,92%
Prestations de service	1	1	1,15%	0,59%	3	3	3,45%	1,78%	3	18	3,45%	10,65%	-	4	-%	2,37%	-	1	-%	0,59%	-	-	-%	-%	7	27	8,05%	15,98%
Hôtellerie et divertissement	1	-	1,15%	-%	-	1	-%	0,59%	1	7	1,15%	4,14%	-	-	-%	-%	-	1	-%	0,59%	-	-	-%	-%	2	9	2,30%	5,32%
Technologie	1	-	1,15%	-%	-	3	-%	1,78%	-	6	-%	3,55%	-	-	-%	-%	-	-	-%	-%	-	-	-%	-%	1	9	1,15%	5,33%
SANTE	-	-	-%	-%	-	-	-%	-%	-	1	-%	0,59%	-	-	-%	-%	-	-	-%	-%	-	-	-%	-%	0	1	-%	0,59%
Cibles																												
Activités extractives	2	-	2,30%	-%	-	1	-%	0,59%	-	8%	-%	4,73%	-	4	-%	2,37%	-	-	-%	-%	-	4	-%	2,37%	2	17	2,30%	10,06%
Agricole et pêche maritime	-	1	-%	0,59%	-	1	-%	0,59%	-	3	-%	1,78%	-	-	-%	-%	-	-	-%	-%	-	-	-%	-%	0	5	-%	2,96%
Bancaire	16	-	18,39%	-%	1	-	1,15%	-%	-	1	-%	0,59%	-	-	-%	-%	-	-	-%	-%	-	-	-%	-%	17	1	19,54%	0,59%
Assurance	7	-	8,05%	-%	1	-	1,15%	-%	-	1	-%	0,59%	-	1	-%	0,59%	-	-	-%	-%	-	-	-%	-%	8	2	9,20%	1,18%
Holding	4	1	4,60%	0,59%	-	1	-%	0,59%	3	4	3,45%	2,37%	-	1	-%	0,59%	-	1	-%	0,59%	-	-	-%	-%	7	8	8,05%	4,73%
Industrie alimentaire	2	2	2,30%	1,18%	1	1	1,15%	0,59%	-	5	-%	2,96%	-	4	-%	2,37%	-	-	-%	-%	-	-	-%	-%	3	12	3,45%	7,10%
Industrie chimique	2	-	2,30%	-%	-	1	-%	0,59%	2	4	2,30%	2,37%	1	-	1,15%	-%	-	1	-%	0,59%	-	-	-%	-%	5	6	5,75%	3,55%
Industrie papetière	-	-	-%	-%	-	1	-%	0,59%	1	-	1,15%	-%	-	2	-%	1,18%	-	-	-%	-%	-	-	-%	-%	1	3	1,15%	1,77%
Industrie métallurgique	1	-	1,15%	-%	-	-	-%	-%	-	1	-%	0,59%	-	-	-%	-%	-	-	-%	-%	-	-	-%	-%	1	1	1,15%	0,59%
Matériaux de construction	5	-	5,75%	-%	-	-	-%	-%	2	5	2,30%	2,96%	-	-	-%	-%	-	-	-%	-%	-	-	-%	-%	7	5	8,05%	2,96%
Industrie automobile	-	-	-%	-%	-	-	-%	-%	-	4	-%	2,37%	-	1	-%	0,59%	-	-	-%	-%	-	-	-%	-%	0	5	-%	2,96%
Autres industries	2	-	2,30%	-%	1	-	1,15%	-%	3	10	3,45%	5,92%	1	1	1,15%	0,59%	-	1	-%	0,59%	-	-	-%	-%	7	12	8,05%	7,10%
Energies	1	-	1,15%	-%	-	2	-%	1,18%	1	5	1,15%	2,96%	-	-	-%	-%	-	-	-%	-%	-	-	-%	-%	2	7	2,30%	4,14%
Télécommunication	7	-	8,05%	-%	-	4	-%	2,37%	1	3	1,15%	1,78%	-	-	-%	-%	-	-	-%	-%	-	-	-%	-%	8	7	9,20%	4,15%
Transport et Distribution	4	1	4,60%	0,59%	-	1	-%	0,59%	3	10	3,45%	5,92%	-	-	-%	-%	-	-	-%	-%	-	-	-%	-%	7	12	8,05%	7,10%
Prestations de service	1	2	1,15%	1,18%	3	2	3,45%	1,18%	2	30	2,30%	17,75%	-	4	-%	2,37%	-	4	-%	2,37%	-	-	-%	-%	6	42	6,90%	24,85%
Hôtellerie et divertissement	1	-	1,15%	-%	-	1	-%	0,59%	2	8	2,30%	4,73%	-	1	-%	0,59%	-	1	-%	0,59%	-	-	-%	-%	3	11	3,45%	6,50%
Technologie	2	-	2,30%	-%	-	1	-%	0,59%	1	3	1,15%	1,78%	-	1	-%	0,59%	-	-	-%	-%	-	-	-%	-%	3	5	3,45%	2,96%
SANTE	-	1	-%	0,59%	-	1	-%	0,59%	-	6	-%	3,55%	-	-	-%	-%	-	-	-%	-%	-	-	-%	-%	0	8	-%	4,73%

Section 2. Résultats de l'analyse de regression panel

Les résultats relatifs à la première question de recherche, sont détaillés dans les deux sous-sections ci-dessous. La première sous-section présente les résultats des déterminants transnationaux des F&Ats sortantes du Maroc. La deuxième sous-section expose les résultats des déterminants transnationaux des F&Ats entrantes au Maroc.

1. Résultats afférents aux F&As transfrontalières sortantes du Maroc

D'après l'Annexe 5, les résultats du test de surdispersion et ceux du test d'Hausman des F&Ats sortantes du Maroc montrent que le modèle de comptages en données de panel idéal pour étudier tous les modèles de l'analyse est le modèle NB2 à effets aléatoires, sauf pour les modèles 13, 14, 15 et 16 où les modèles adéquats sont les modèles poisson à effets aléatoires.

Selon le Tableau 12, l'analyse des résultats sur les déterminants des F&Ats sortantes du Maroc révèle que les variables avec des coefficients significatifs sont Cro_éco relative à la croissance économique du pays cible ; Cro_éco1 relative à la croissance économique du pays d'origine (Maroc) ; Tx_chg1 relatif au taux de change pays d'origine (Maroc) ; Ouv_com1 relative à l'ouverture commerciale du pays d'origine (Maroc) ; Res_Nat relative aux disponibilités des ressources dans le pays cible ; Res_Nat 1 relative aux disponibilités des ressources naturelles dans le pays d'origine (Maroc) ; Sahara relative à l'affinité politique sur la souveraineté du Maroc sur le Sahara ; Embas relative aux nombres des ambassades entre le pays d'origine (Maroc) et le pays cible ; Dist_ling afférente à la distance linguistique entre le pays d'origine (Maroc) et le pays cible ; Colonial l'existence d'un lien colonial entre le pays d'origine (Maroc) et le pays cible.

Pour la variable de Cro_éco relative au pays cible, le coefficient varie entre 0,063 et 0,107. Le seuil de significativité est qualifié de faible pour les modèles 5,6, 7 et 24 ; significatifs pour les modèles 16, 21, 22 et 23, hautement significatif pour les modèles 13, 14 et 15. En d'autres termes quand la croissance économique du pays cible augmente de 1, le volume des F&Ats sortantes augmente de 10,7 %.

Pour la Cro_éco1 relative au pays d'origine (Maroc), les coefficients significatifs varient entre 0,056 et 0,069. Le seuil de significativité est jugé faible dans les modèles 21, 22 et 23. Cependant, le coefficient est significatif dans les modèles 5, 6, 7, 8 et 24. Cela signifie que quand la croissance économique du Maroc augmente de 1, le volume des F&Ats sortantes du Maroc augmente de 6,8 %.

Le Tx_chg1 relatif au dirham marocain suppose dans notre analyse que le coefficient est significatif et varie entre 0,524 et 0,642 dans les modèles 5, 6, 7, 8, 21, 22, 23, 24. Cela signifie que quand le taux de change du dirham marocain augmente de 1, le volume des F&Ats sortantes du Maroc augmente de 64,2 %.

Le coefficient de l'Ouv_com1 du pays d'origine est hautement significatif avec des valeurs comprises entre 0,071 et 0,098 pour les modèles 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7 et 8. Cela suppose que quand l'ouverture commerciale du Maroc augmente de 1, le nombre des F&Ats sortantes augmente de 9,8 %.

La Res_Nat du pays d'accueil a un coefficient faiblement négatif et faiblement significatif dans quatre modèles 1, 4, 5 et 8 et varie entre -0,028 et -0,025. Ce coefficient peut être interprété que dans chaque augmentation de 1 des ressources naturelles dans les pays d'accueil, le volume des F&Ats sortantes du Maroc baisse de 2,8 %.

La Res_Nat1 du pays d'origine est significative pour quatre modèles qui sont 1, 2, 3 et 4, et varie entre -0,147 et -0,152. Cependant, le coefficient est faiblement significatif dans quatre modèles restants à savoir 5, 6, 7 et 8 et varie entre -0,133 et -0,137. En d'autres termes, quand les ressources naturelles augmentent de 1 dans le pays d'origine (Maroc) les F&Ats sortantes baissent de 15,2 %.

Le coefficient du Sahara relatif à l'affinité politique, est significatif et varie entre 0,61 et 0,74 dans huit modèles à savoir les modèles 9, 10, 11, 12, 13, 14, 15, 16. Dans ce sens, quand la variable du Sahara augmente de 1, le volume d'activité des F&Ats sortantes augmente de 74 %.

Le coefficient des Embas est très significatif dans huit modèles à savoir 9, 10, 11, 12, 13, 14, 15, 16 et évoluent de 0,052 à 0,106. Autrement, quand la variable Embas augmente de 1 l'activité des F&Ats sortantes du Maroc augmente de 10,6 %.

Les résultats de notre analyse montrent que le coefficient de la variable *Dist_ling* dans les modèles 21, 22 et 24 est significatif et varie entre -0,617 et -0,723. À cet égard, plus la distance linguistique entre le Maroc et le pays cible augmente de 1 plus le volume des F&Ats baisse de 72,3 %. Cependant, il est faiblement significatif dans trois modèles qui sont 17, 18 et 23.

Le coefficient du *Colonial* est hautement significatif et varie entre 1,139 et 1,703 pour les modèles 18, 19, 20, 21, 22, 23 et 24. En d'autres termes, quand le coefficient *Colonial* augmente de 1, le volume des F&Ats sortantes du Maroc augmente de 170,3 %.

Pour les coefficients des variables de contrôle, ils sont significatifs dans les modèles 12 et 16 avec respectivement des coefficients de 0,7 et 0,728. C'est-à-dire que quand la cible est un pays en développement, le volume des F&Ats sortantes du Maroc évolue de 72,8 %.

En retenant les variables de contrôle (PD) pour les pays développés (PE) pour les pays émergents et (PED) pour les pays en voie de développement. Nos résultats suggèrent l'existence de la significativité dans les modèles 12 et 16. L'influence varie de 70 % à 72,8 %. Pour le modèle 12, les variables de contrôle dénotent que quand le pays cible est un pays en développement plus il a de chance d'attirer des F&Ats d'origine marocaine particulièrement si ce pays cible reconnaît la souveraineté du Maroc sur le Sahara et que si le Maroc et ce pays cible partagent un nombre important des représentations diplomatiques. En outre, le modèle 16 suggère que quand le pays cible est un pays en développement, qu'il réalise une croissance économique importante, reconnaît la souveraineté du Maroc sur le Sahara et partagent un nombre important d'ambassades et consultats avec le Maroc plus il a de chance d'accueillir un nombre important de F&Ats.

Nous récapitulons que pour les F&Ats sortantes du Maroc sont influencées positivement et significativement par la croissance économique du pays cible et du Maroc, le taux de change haut du pays d'origine dirham marocain, l'ouverture commerciale du Maroc. L'activité des F&Ats sortantes du Maroc est également influencée de façon positive et significative par l'affinité politique sur la souveraineté du Maroc sur le Sahara occidental, le nombre des représentations diplomatiques entre le Maroc et le pays cible et finalement le lien colonial. A contrario, le volume des F&Ats sortantes est négativement et significativement influencé par la disponibilité des ressources naturelles au Maroc et par la distance linguistique. Finalement, l'activité des F&Ats sortantes du Maroc est négativement et de manière non significative influencée par les dotations en ressources naturelles dans le pays cible.

Tableau 12 Résultats des déterminants de localisation des F&Ats sortantes du Maroc

Variables	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	M9	M10	M11	M12	M13	M14	M15	M16	M17	M18	M19	M20	M21	M22	M23	M24	
PD	-	0.095 (0.810)	-	-	-	0.295 (0.471)	-	-	-	-1.167* (0.052)	-	-	-	-1.063* (0.060)	-	-	-	-0.837 (0.205)	-	-	-	-0.656 (0.317)	-	-	
PE	-	-	-0.441 (0.238)	-	-	-	-0.484 (0.208)	-	-	-	-0.330 (0.348)	-	-	-	-0.320 (0.357)	-	-	-	-0.314 (0.371)	-	-	-	-0.304 (0.386)	-	
PED	-	-	-	0.241 (0.424)	-	-	-	0.186 (0.582)	-	-	-	0.707** (0.035)	-	-	-	0.728** (0.031)	-	-	-	0.787* (0.066)	-	-	-	0.755* (0.074)	
Croiss_éco	-	-	-	-	0.074* (0.066)	0.079* (0.052)	0.067* (0.095)	0.068 (0.103)	-	-	-	-	0.107*** (0.003)	0.099*** (0.005)	0.102*** (0.005)	0.090** (0.012)	-	-	-	-	0.082** (0.024)	0.079** (0.032)	0.078** (0.032)	0.063* (0.072)	
Croiss_éco1	-	-	-	-	0.068** (0.018)	0.067** (0.019)	0.069** (0.016)	0.068** (0.017)	-	-	-	-	0.030 (0.207)	0.032 (0.174)	0.030 (0.204)	0.032 (0.176)	-	-	-	-	0.056* (0.053)	0.056* (0.051)	0.056* (0.050)	0.056** (0.043)	
Taux_change	-	-	-	-	-0.000 (0.474)	-0.000 (0.575)	-0.000 (0.337)	-0.000 (0.400)	-	-	-	-	-0.000 (0.318)	-0.000 (0.254)	-0.000 (0.248)	-0.000 (0.151)	-	-	-	-	-0.000 (0.397)	-0.000 (0.434)	-0.000 (0.328)	-0.000 (0.260)	
Taux_change1	-	-	-	-	0.524** (0.037)	0.542** (0.031)	0.542** (0.030)	0.520** (0.038)	-	-	-	-	0.267 (0.160)	0.286 (0.129)	0.263 (0.166)	0.269 (0.155)	-	-	-	-	0.639** (0.020)	0.640** (0.020)	0.640** (0.020)	0.642** (0.016)	
Ouver_comm	-0.005 (0.167)	-0.005 (0.164)	-0.005 (0.163)	-0.004 (0.246)	-0.005 (0.165)	-0.005 (0.125)	-0.005 (0.159)	-0.004 (0.230)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ouver_comm1	0.072*** (0.009)	0.072*** (0.009)	0.071*** (0.009)	0.071*** (0.009)	0.095*** (0.009)	0.096*** (0.003)	0.098*** (0.003)	0.096*** (0.003)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ress_Nat	-0.025* (0.072)	-0.023 (0.122)	-0.022 (0.118)	-0.027* (0.059)	-0.027* (0.061)	-0.023 (0.142)	-0.023 (0.118)	-0.028* (0.056)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Res_Nat1	-0.150** (0.024)	-0.152** (0.024)	-0.152** (0.023)	-0.147** (0.028)	-0.133* (0.062)	-0.133* (0.061)	-0.137* (0.053)	-0.134* (0.059)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Sahara	-	-	-	-	-	-	-	-	0.663** (0.037)	0.638** (0.035)	0.640** (0.043)	0.610** (0.042)	0.740** (0.013)	0.718** (0.012)	0.731** (0.014)	0.730** (0.011)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Nbr_emb.cst	-	-	-	-	-	-	-	-	0.057*** (0.006)	0.101*** (0.001)	0.052** (0.011)	0.073*** (0.000)	0.068*** (0.000)	0.106*** (0.001)	0.062*** (0.001)	0.081*** (0.000)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Visits	-	-	-	-	-	-	-	-	0.054 (0.150)	0.049 (0.194)	0.057 (0.130)	0.058 (0.128)	0.043 (0.258)	0.038 (0.316)	0.046 (0.229)	0.047 (0.223)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Gov_form	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.609 (0.129)	-0.131 (0.733)	-0.601 (0.128)	-0.232 (0.553)	-0.517 (0.162)	-0.114 (0.744)	-0.516 (0.158)	-0.174 (0.620)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Qult_gov	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.018 (0.821)	0.099 (0.329)	0.030 (0.702)	0.128 (0.182)	0.020 (0.799)	0.084 (0.412)	0.027 (0.733)	0.106 (0.253)	
Quit_gov1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.006 (0.931)	0.006 (0.927)	0.005 (0.938)	0.005 (0.942)	-0.134 (0.214)	-0.134 (0.215)	-0.137 (0.201)	-0.156 (0.128)	
Dist_cult	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.052 (0.887)	0.057 (0.880)	-0.082 (0.822)	-0.003 (0.994)	-0.035 (0.921)	0.045 (0.901)	-0.051 (0.885)	0.054 (0.879)	
Dist_relig	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.111 (0.741)	-0.025 (0.941)	-0.145 (0.662)	-0.105 (0.743)	-0.068 (0.833)	0.001 (0.998)	-0.108 (0.736)	-0.061 (0.841)	
Dist_ling	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.620* (0.079)	-0.703* (0.052)	-0.562 (0.111)	-0.545 (0.109)	-0.665** (0.050)	-0.723** (0.036)	-0.617* (0.066)	-0.672** (0.038)	
Colonial	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.236** (0.015)	1.645*** (0.007)	1.139** (0.025)	1.357*** (0.005)	1.392*** (0.004)	1.703*** (0.004)	1.301*** (0.007)	1.539*** (0.001)	
Constante	-4.016** (0.048)	-4.020** (0.048)	-3.882* (0.058)	-4.178** (0.040)	11.034*** (0.006)	11.262*** (0.005)	11.159*** (0.005)	11.134*** (0.005)	0.623 (0.796)	0.595 (0.817)	0.914 (0.760)	0.459 (0.902)	-3.051 (0.103)	-11.407 (0.985)	-3.330 (0.158)	-13.734 (0.980)	0.698 (0.515)	0.781 (0.485)	0.814 (0.467)	0.259 (0.833)	-5.568** (0.042)	-5.518** (0.045)	-5.421** (0.050)	8.433*** (0.001)	
Moyenne VIF	1.35	1.44	1.31	1.31	1.39	1.46	1.38	1.42	1.19	1.50	1.18	1.24	1.23	1.40	1.25	1.28	1.59	2.11	1.55	1.86	1.72	2.05	1.69	1.89	
Log likelihood	-250.1	-250.1	-249.1	-249.7	-243.2	-242.9	-242.0	-242.9	-245.2	-242.7	-244.7	-242.4	-238.0	-236.0	-237.5	-235.5	-248.1	-247.2	-247.6	-246.0	-240.3	-239.8	-239.9	-239.3	
AIC	508.547	510.490	509.118	509.908	503.017	504.500	503.390	504.715	503.205	501.200	504.299	500.712	495.685	493.989	496.811	492.976	513.295	513.672	514.468	511.713	506.313	507.308	507.539	504.365	
BIC	539.064	545.366	543.995	544.785	550.972	556.815	555.705	557.029	533.709	536.063	539.162	535.575	539.263	541.925	544.747	540.912	552.531	557.267	558.064	555.309	562.987	568.342	568.573	561.04	
Observations	578	578	578	578	578	578	578	578	578	578	578	578	578	578	578	578	578	578	578	578	578	578	578	578	

*, **, *** font référence aux niveaux de significativité 10%, 5% et 1%.

2. Résultats afférents aux F&As transfrontalières entrantes au Maroc

Dans le cadre des résultats, l'Annexe 7 présente les résultats du test de surdispersion et ceux du test d'Hausman des F&As sortantes du Maroc montrent que le modèle de comptages en données de panel idéal pour étudier tous les modèles de l'analyse est le modèle NB2 à effets aléatoires sauf pour les modèles 13, 14, 15 et 16 où le modèle approprié est celui de poisson à effet aléatoire.

Le Tableau 13 présente les résultats relatifs à l'analyse des déterminants de l'activité de F&As entrantes au Maroc et révèlent que le taux de change du pays cible (Maroc) Tx_chg1 est hautement significatif dans huit modèles à savoir 5, 6, 7, 8, 13, 14, 15 et 16. Le coefficient est également significatif dans quatre modèles qui sont 21, 22, 23 et 24. Ce coefficient fluctue principalement entre 0,491 et 0,614. Dans ce sens, quand le taux de change augmente de 1, le volume des F&As entrantes au Maroc augmente de 62,2 %.

Le coefficient de Ouv_com1 relatif à l'ouverture commerciale du pays cible (Maroc) varie entre 0,034 et 0,063. Les coefficients sont hautement significatifs dans quatre modèles qui sont les modèles 5, 6, 7 et 8 et faiblement significatifs dans les quatre modèles restants à savoir 1, 2, 3 et 4. À cet égard, plus le Maroc est ouvert au commerce international, plus il accueille des F&As. Chaque augmentation de 1 unité en ouverture commerciale augmente les F&As entrantes au Maroc de 6,3 %.

Le coefficient de Res_Nat relatif aux ressources naturelles du pays d'origine étranger est négatif et il fluctue entre -0,042 et -0,057. La haute significativité est observée dans deux modèles qui sont 1 et 4. Cependant, la faiblesse de la significativité est observée deux modèles à savoir 5 et 8. À cet égard, dans chaque augmentation de 1 dans les ressources naturelles dans le pays d'origine, les F&As vers le Maroc baissent de 5,7 %.

Le coefficient de $Res_Nat\ 1$ relatif aux dotations des ressources naturelles au Maroc est négatif et hautement significatif pour huit modèles à savoir les modèles 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7 et 8. Le coefficient évolue de -0,188 à -0,160. En d'autres termes, quand les dotations en ressources naturelles au Maroc augmentent de 1, le volume des F&As entrantes baisse de 18,8 %.

La *Qualite_gov* dans le pays d'origine a un impact faiblement significatif avec un coefficient qui varie entre 0,197 et 0,242 dans les modèles 17, 19, 21 et 23. Cela dit quand la qualité de gouvernance dans le pays d'origine augmente de 1, le volume des F&Ats entrantes au Maroc augmente de 24,2 %.

Le coefficient de *Qualite_gov1* du pays cible (Maroc) est positif et hautement significatif et évolue entre 0,188 et 0,191. Ces résultats sont valables pour 4 modèles qui sont 17, 18, 19, 20. En d'autres termes, quand la qualité de gouvernance nationale au Maroc augmente de 1, le volume des F&Ats entrantes augmente de 19,1 %.

Le coefficient d'*Embas* afférent aux nombres d'ambassades entre le Maroc et le pays d'origine est hautement significatif et positif et varie entre 0,085 et 0,100 pour les modèles 9, 10, 11, 12, 13, 14, 15 et 16. Dans ce sens, plus le nombre d'ambassades augmente de 1 plus le volume des F&Ats entrantes au Maroc augmente de 10 %.

La distance linguistique a un coefficient négatif et faiblement significatif pour un seul et unique modèle 20. Ce résultat conclut que quand la distance linguistique augmente de 1, plus le nombre des F&Ats entrantes au Maroc baisse de 73 %.

Le *Colonial* a un coefficient positif et hautement significatif pour huit modèles notamment 17, 18, 19, 20, 21, 22, 23 et 24. Ce coefficient varie entre 1,509 et 1,615. Autrement, quand le lien du colonialisme augmente de 1, le volume des F&Ats entrantes au Maroc augmente de 161,5 %.

Quant aux variables de contrôle, nous constatons que notre analyse fait sortir l'existence d'un coefficient de 0,957 pour les pays développés (PD) un coefficient significatif prouvant que quand le nombre des pays d'origine développés augmente de 1 le volume des F&Ats sortantes vers le Maroc augmentent de 95,7 %.

Pour récapituler, les F&Ats entrantes au Maroc sont influencées positivement et significativement par le taux du change haut du dirham marocain, l'ouverture commerciale du Maroc, le nombre des ambassades et la qualité de gouvernance nationale au Maroc et les liens coloniaux avec le pays acquéreur. Cependant, la disponibilité des ressources naturelles au Maroc et au pays d'origine influence négativement et significativement le volume des F&Ats entrantes au Maroc. Finalement, la distance linguistique influence négativement, mais pas significativement le volume des F&Ats entrantes.

Tableau 13 Résultats des déterminants de localisation des F&Ats entrantes au Maroc

Variables	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	M9	M10	M11	M12	M13	M14	M15	M16	M17	M18	M19	M20	M21	M22	M23	M24	
PD	-	0.732 (0.113)	-	-	-	0.957** (0.034)	-	-	-	0.531 (0.133)	-	-	-	0.486 (0.178)	-	-	-	0.048 (0.951)	-	-	-	-0.013 (0.987)	-	-	
PE	-	-	-0.419 (0.396)	-	-	-	-0.743 (0.117)	-	-	-	-0.362 (0.327)	-	-	-	-0.357 (0.335)	-	-	-	0.230 (0.694)	-	-	-	0.364 (0.609)	-	
PED	-	-	-	-1.485 (0.134)	-	-	-	-2.169 (0.126)	-	-	-	-1.059 (0.227)	-	-	-	-1.649 (0.220)	-	-	-	-	-0.834 (0.437)	-	-	-1.486 (0.334)	
Croiss_éco	-	-	-	-	-0.042 (0.177)	-0.046 (0.137)	-0.045 (0.146)	-0.043 (0.174)	-	-	-	-	-0.020 (0.469)	-0.017 (0.534)	-0.018 (0.520)	-0.021 (0.451)	-	-	-	-	-	-0.019 (0.532)	-0.019 (0.532)	-0.020 (0.518)	-0.020 (0.529)
Croiss_éco1	-	-	-	-	0.033 (0.148)	0.035 (0.127)	0.034 (0.132)	0.033 (0.147)	-	-	-	-	0.010 (0.615)	0.009 (0.662)	0.009 (0.651)	0.011 (0.603)	-	-	-	-	-	0.009 (0.665)	0.009 (0.665)	0.010 (0.666)	0.010 (0.656)
Taux_change	-	-	-	-	-0.000 (0.608)	-0.000 (0.830)	-0.000 (0.444)	0.000 (0.471)	-	-	-	-	-0.000 (0.621)	-0.000 (0.802)	-0.000 (0.552)	0.000 (0.568)	-	-	-	-	-	0.000 (0.969)	0.000 (0.967)	0.000 (0.741)	0.000 (0.466)
Taux_change1	-	-	-	-	0.578*** (0.001)	0.622*** (0.000)	0.614*** (0.000)	0.573*** (0.001)	-	-	-	-	0.543*** (0.000)	0.536*** (0.000)	0.539*** (0.000)	0.541*** (0.000)	-	-	-	-	-	0.494** (0.016)	0.494** (0.016)	0.495** (0.016)	0.491** (0.017)
Ouver_comm	-0.003 (0.222)	-0.003 (0.205)	-0.003 (0.226)	-0.003 (0.194)	-0.003 (0.161)	-0.004 (0.139)	-0.003 (0.155)	-0.004 (0.139)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ouver_comm1	0.034* (0.077)	0.034* (0.080)	0.034* (0.079)	0.034* (0.075)	0.062*** (0.079)	0.063*** (0.075)	0.063*** (0.004)	0.062*** (0.003)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ress_Nat	-0.057** (0.013)	-0.033 (0.205)	-0.044 (0.104)	-0.055** (0.016)	-0.042* (0.090)	-0.009 (0.719)	-0.017 (0.539)	-0.042* (0.089)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Res_Nat1	-0.185*** (0.000)	-0.188*** (0.000)	-0.187*** (0.000)	-0.186*** (0.000)	-0.187*** (0.002)	-0.159*** (0.002)	-0.160*** (0.002)	-0.159*** (0.002)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Sahara	-	-	-	-	-	-	-	-	0.052 (0.906)	-0.021 (0.961)	-0.024 (0.958)	0.115 (0.789)	0.060 (0.890)	-0.031 (0.944)	-0.018 (0.968)	0.105 (0.806)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Nbr_emb.cst	-	-	-	-	-	-	-	-	0.100*** (0.000)	0.085*** (0.000)	0.091*** (0.000)	0.097*** (0.000)	0.097*** (0.001)	0.085*** (0.000)	0.088*** (0.000)	0.096*** (0.000)	-	-	-	-	-	-	-	-	
Visits	-	-	-	-	-	-	-	-	0.032 (0.147)	0.034 (0.118)	0.033 (0.128)	0.032 (0.145)	-0.001 (0.975)	0.002 (0.947)	0.001 (0.969)	-0.001 (0.974)	-	-	-	-	-	-	-	-	
Gov_form	-	-	-	-	-	-	-	-	0.262 (0.439)	0.278 (0.404)	0.297 (0.382)	0.197 (0.556)	0.289 (0.387)	0.335 (0.317)	0.333 (0.324)	0.245 (0.460)	-	-	-	-	-	-	-	-	
Quit_gov	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.197* (0.094)	0.191 (0.221)	0.212* (0.087)	0.141 (0.303)	0.205* (0.095)	0.207 (0.221)	0.242* (0.090)	0.143 (0.298)	
Quit_gov1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.190*** (0.000)	0.190*** (0.000)	0.191*** (0.000)	0.188*** (0.000)	0.042 (0.598)	0.042 (0.598)	0.042 (0.597)	0.040 (0.614)	
Dist_cult	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.066 (0.805)	0.064 (0.811)	0.085 (0.755)	0.100 (0.711)	0.049 (0.854)	0.050 (0.854)	0.066 (0.808)	0.076 (0.778)	
Dist_relig	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.211 (0.704)	0.193 (0.759)	0.345 (0.595)	0.382 (0.523)	0.154 (0.781)	0.159 (0.801)	0.361 (0.599)	0.431 (0.490)	
Dist_ling	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.613 (0.135)	-0.613 (0.135)	-0.648 (0.123)	-0.730* (0.096)	-0.564 (0.171)	-0.564 (0.172)	-0.598 (0.153)	-0.716 (0.107)	
Colonial	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.615*** (0.003)	1.601*** (0.007)	1.663*** (0.003)	1.558*** (0.005)	1.604*** (0.003)	1.607*** (0.006)	1.681*** (0.003)	1.509*** (0.006)	
Constante	0.160 (0.922)	-0.439 (0.792)	0.234 (0.886)	0.201 (0.902)	-6.900** (0.017)	8.164*** (0.006)	-7.172** (0.013)	-6.791** (0.019)	0.225 (0.803)	0.037 (0.968)	0.459 (0.630)	0.242 (0.791)	-0.650* (0.070)	-0.701* (0.053)	-0.679* (0.060)	-0.688* (0.057)	1.052 (0.310)	1.041 (0.322)	0.853 (0.455)	0.981 (0.335)	-3.161 (0.156)	-3.158 (0.157)	-3.480 (0.131)	-3.255 (0.140)	
Moyenne VIF	1.35	1.49	1.48	1.28	1.44	1.53	1.55	1.64	1.10	1.19	1.19	1.10	1.17	1.23	1.24	1.39	1.59	2.11	1.55	1.86	1.87	2.62	2.34	2.27	
Log likelihood	-370.5	-363.1	-367.0	-367.5	-363.9	-357.0	-359.3	-361.5	-339.7	-337.9	-339.1	-338.1	-337.9	-336.4	-337.2	-336.4	-338.8	-338.5	-338.2	-335.7	-335.7	-335.7	-335.4	-335.0	
AIC	666.483	666.208	667.796	666.355	662.355	660.315	662.087	661.991	668.755	668.532	669.802	669.194	659.966	660.173	661.046	660.233	513.295	513.672	514.468	511.713	663.322	665.322	665.058	664.300	
BIC	696.791	700.846	702.434	700.993	709.982	712.272	714.043	713.948	699.064	703.1706	704.440	703.832	703.263	707.800	708.673	707.860	552.531	557.267	558.064	555.309	719.609	725.938	725.674	724.916	
Observations	561	561	561	561	561	561	561	561	561	561	561	561	561	561	561	561	561	561	561	561	561	561	561	561	

*, **, *** font référence aux niveaux de significativité 10%, 5% et 1%.

Section 3. Analyse et discussion des résultats

L'objectif ultime de cette étude est de fournir une analyse et des interprétations des résultats obtenus. L'essentiel est de contextualiser les résultats trouvés et le rapprochement avec d'autres études dans le même contexte afin de valider ou de décliner des travaux similaires de confirmer ou décliner en conséquence une ou les théories mobilisées dans le cadre des F&As entrantes et sortantes.

Avant de procéder à l'analyse et la discussion des résultats des déterminants transnationaux de localisation il est important de rappeler que nos résultats pour les F&As sortantes, confirment les hypothèses H1a, H1b, H3b, H6a, H7a, H12a, H13a et rejettent les hypothèses H2a, H2b, H3a, H4a, H4b, H5a, H5b, H8a, H9a, H10a, H11a. Pour les F&As entrantes au Maroc, nos résultats confirment les hypothèses H2c, H3c, H5c, H7b, H12b et H13b. Cependant, les résultats rejettent les hypothèses H1c, H1d, H2d, H3d, H4c, H4d, H5d, H6b, H8b, H9b, H10b, H11b.

1. Analyse et discussion des F&As transfrontalières sortantes du Maroc

Nous commençons l'analyse des résultats relatifs aux déterminants de localisations des F&As sortantes à travers l'optique des avantages de localisation du paradigme OLI, l'optique de la TDI et l'optique institutionnelle dans le respect des significativités de 10%, 5% et 1%.

1.1. Analyse et discussion des résultats des avantages de localisation dans le pays cible

Dans le contexte des avantages de localisation, nous interprétons l'association positive et significative de la croissance du marché cible sur les F&As sortantes du Maroc et la relation négative et non significative des ressources naturelles sur les F&As sortantes du Maroc.

1.1.1. Croissance du marché cible

Nos résultats, qui sont essentiellement liés à l'impact positif et significatif de la croissance économique du pays cible, ont été précédemment validés dans des études sur les IDE visant la

région MENA comme celles d'Aziz et Mishra (2016) ; Jabri et Brahim (2015) ; Méon et Sekkat (2004) et Mina (2012) ; visant l'Afrique comme celles d'Ogono, Obange et Odhiambo (2017).

Nos résultats ont été également confirmés dans le contexte des F&Ats entrantes en Afrique, par exemple, celles d'A. I. Anwar et Mughal (2017) et Agbloyor et al (2012) et finalement de Tunyi et Ntim (2016). La taille de marché reflétée par la croissance économique du pays d'accueil (croissance du PIB annuel) renseigne sur l'augmentation de la production agrégée et de la valeur marchande des biens et services économiques d'une économie sur une année, en l'occurrence la croissance de la demande sur les produits et services.

Dans ce sens, il est clair d'après notre recherche que les considérations économiques dans le pays d'accueil telles que la croissance de la taille du marché intéresse beaucoup les investisseurs marocains pour l'ensemble des pays cibles. Dans notre échantillon, la majorité des acquisitions ont ciblé l'ASS et cette région qui a connu la moyenne de croissance économique la plus haute, 4,24 %, suivie de la région MENA, 2,84 %, et les coefficients significatifs prouvent l'immense intérêt pour la croissance économique, notamment dans les pays d'ASS.

D'après Sherman (2018, p. 315), les dirigeants des entreprises optent pour les F&Ats pour la taille de marché afin de lutter contre la saturation ou le ralentissement des marchés clés, remédier à l'incertitude réglementaire sur les marchés nationaux et contrer les coûts élevés. Les investisseurs marocains ont d'ailleurs affirmé dans une enquête réalisée par la Direction des études et prévisions financières et Agence française de développement (2018, p. 19-20) que la croissance économique motivait leurs déplacements en Afrique.

Un certain nombre de facteurs, notamment le développement économique soutenu de l'Afrique, les réalisations économiques notables de certains pays et la population du continent qui devrait atteindre 2,5 milliards d'habitants d'ici à 2050, laissent penser que la productivité continuera d'augmenter. En l'occurrence, la diversité des industries et l'expansion rapide de la population inciteront les entreprises à vouloir s'internationaliser en Afrique et à produire en conséquence davantage dans les marchés africains (Kuyoro, Leke, White, Woetzel, et Jayaram, 2023).

1.1.2. Ressources naturelles dans les pays cibles

Comme indiqué, la dotation du pays cible en ressources naturelles a un impact négatif et non significatif sur le volume des F&Ats sortantes. Ces résultats ne sont pas cohérents avec Dunning

(1980, 1993), mais ils sont cohérents avec les papiers de Tunyi et Ntim (2016) ; Di Giovanni (2005) ; Hijzen, Görg et Manchin (2008), qui ne considèrent pas les dotations en ressources naturelles comme un facteur qui affecte favorablement les F&Ats. Nous sommes d'accord avec Swart et van Marrewijk (2009) pour dire qu'afin d'explorer pleinement la véritable influence de la disponibilité des ressources sur l'IDE, de nombreuses recherches qui examinent la relation entre les ressources naturelles et l'IDE ne parviennent pas à identifier les secteurs qui reçoivent et expédient l'IDE.

Les résultats concernant la relation entre l'IDE et la dotation en ressources naturelles soutiennent la conclusion avancée par Poelhekke et van der Ploeg (2010), selon laquelle les ressources naturelles attirent l'IDE lié aux ressources, mais évincent l'IDE non lié aux ressources au point de diminuer le montant global de l'IDE dans le pays.

L'Annexe 14 et l'Annexe 15, qui montrent que le pourcentage de secteurs industriels liés à l'exploitation minière et aux ressources naturelles est très faible, confirment ces conclusions. Cependant, nous arrivons également à la conclusion de Anwar et Mughal (2017) que, les transactions de F&Ats sortantes ne sont pas destinées aux intrants critiques (sécurité de l'accès à l'énergie et aux autres ressources naturelles) contrairement aux Chinois (Gunessee et Hu, 2020; Yang et Deng, 2017). Finalement, même les pays cibles d'après le Tableau 9 ne sont pas riches en ressources naturelles : par exemple, les moyennes sont de 13,30 % en Afrique, de 0,17 % en Europe, de 10,12 % dans la région MENA et de 7,27 % en Amérique latine.

Nos résultats peuvent éventuellement trouver leurs explications dans les conclusions d'Asiedu (2006) qui concluent l'existence de certains investisseurs qui substituent l'attractivité des ressources naturelles en Afrique par les transitions institutionnelles et par les tailles de marchés dans les pays dépourvus de ressources naturelles.

1.2. Analyse et discussion des résultats de la TDI pour les pays d'origine

Dans cette sous-section nous détaillons l'analyse des associations significatives de la croissance de l'économie marocaine, le taux de change élevé du dirham marocain et l'ouverture du commerce au Maroc.

1.2.1. Croissance du marché d'origine

L'analyse des résultats afférents au développement économique du pays d'origine renseigne l'importance et la significativité du développement économique du Maroc pour la réalisation des F&Ats sortantes. Nous en concluons que les entreprises marocaines acquièrent davantage d'entreprises cibles étrangères à mesure que l'économie du Maroc se développe. Ces résultats sont conformes aux travaux de J.H Dunning et Narula (1993) ; John H. Dunning (1981) ; Bevan et Estrin (2004) ; Boateng, Hua, Uddin et Du (2014) ; Chen (2015) ; Deng et Yang (2015); Boateng, Hua, Uddin et Du (2014).

Le Tableau 8 renseigne que la croissance économique moyenne du Maroc est de 3,45 % par an. Cette croissance économique est principalement due à l'augmentation de la valeur marchande globale, des biens et services supplémentaires, la diversification des produits, l'investissement public, le développement humain, l'instauration de plans de développement économique et social visant à renforcer le tissu économique et à accompagner les transformations sociales du pays (Vergne, 2014). À cet égard, une hausse du coût de la main-d'œuvre, la forte concurrence nationale due à l'accès facile à la technologie, l'étroitesse du marché marocain, poussent les entreprises marocaines, grandes soient-elles ou PME ayant réalisé une taille critique, à chercher des relais de croissance comme conclu par la Direction des études et prévisions financières et Agence française de développement (2018) ; la Société financière internationale et CGEM (2022). Par exemple, un travail de Benazzi et Rouieysi (2017, p. 13) voit que le développement et la maturité du marché bancaire expliquent la nouvelle dynamique d'internationalisation des banques.

1.2.2. Taux de change du pays d'origine

Plus le dirham marocain est déprécié ou dévalué par rapport au dollar, plus les acquéreurs marocains réalisent des opérations de F&Ats à l'étranger. Ces résultats sont à l'encontre des études de Froot et Stein (1991) ; Uddin et Boateng (2011) ; Dewenter (1995) ; Goergen et Renneboog (2004) ; Harris et Ravenscraft (1991) ; Nisbet, Thomas et Barrett (2003) et finalement Uddin et Boateng (2011).

Nous pouvons expliquer ceci par l'assouplissement du taux de change en janvier 2018⁶⁹, via l'élargissement de la bande de fluctuation du dirham de $\pm 0,3$ % à $\pm 2,5$ % par rapport à un cours central fixé sur la base du panier de dollars et d'euros (BAM, 2023). Un second élargissement a eu lieu le 9 mars 2020 de la bande de fluctuation du dirham de $\pm 2,5$ % à ± 5 % au panier composé de 60 % d'euros et 40 % du dollar américain. Ce choix a été justifié par BAM (2023) pour poursuivre une stratégie d'ouverture de l'économie marocaine et d'accroître sa résistance aux chocs extérieurs et renforcer la compétitivité de l'économie et la position du Maroc en tant que centre financier clé sur le continent africain, ainsi qu'à alléger la pression sur les réserves de change.

La Chine est l'exemple typique de pays qui dévalue régulièrement sa monnaie, le yuan (Vedie, 2019) et augmente ses IDE (H. Y. Liu et Deseatnicov, 2016). Nous expliquons ceci également par les motivations des multinationales marocaines puisqu'elles recherchent principalement de nouveaux marchés a priori à travers les exportations qui sont un substitut des IDE.

1.2.3. L'ouverture commerciale du pays d'origine

L'ouverture commerciale du Maroc est déterminante dans les opérations de F&Ats, ceci rejoint les conclusions d'Erel, Liao et Weisbach (2012), Rossi et Volpin (2004), Di Giovanni (2005), Alotaibi et Mishra (2014, chap. 31), Lane et Milesi-Ferretti (2008) et finalement Mishra (2007).

Le Maroc a élargi les activités commerciales grâce aux accords de libre-échange et à l'institutionnalisation de la promotion des exportations et pour la capitalisation sur les expériences d'exportations pour accélérer les investissements étrangers (Jaidi, 2022). Les entreprises marocaines ne peuvent acquérir des connaissances sur un marché étranger qu'en y opérant à travers des exportations qui impliquent des coûts fixes moins élevés que l'IDE (Adama, Jouali, et Arwata, 2013 ; Direction des études et prévisions financières et Agence française de développement, 2018). À cet égard, plus les entreprises marocaines s'engagent à priori dans le processus du commerce international à travers les exportations, plus il est facile

⁶⁹ Il faut savoir que le Maroc qu'avant 2018 le Maroc avait un taux de change fixe lui permettant de répondre à tous les besoins en devises des opérateurs, ce qui pourrait entraîner de fortes pressions sur le niveau des réserves de change et altérer la capacité de Bank Al-Maghrib à honorer ses engagements extérieurs (BAM, 2023).

d'engager des investissements étrangers par la suite, ce qui est le schéma standard du processus d'internationalisation (Conconi, Sapir, et Zanardi, 2016).

1.2.4. Dotation en ressources naturelles dans le pays d'origine

La disponibilité des ressources naturelles au Maroc a un impact négatif sur les activités des F&Ats sortantes du Maroc. Cela peut s'expliquer par la faible part des ressources naturelles du pays (10 % du PIB), sa dépendance à l'égard des sources d'énergie renouvelables (Choukri, Naddami, et Hayani, 2017), sa course à l'hydrogène vert et à la décarbonisation (Ourya et Abderafi, 2023), les faiblesses propres aux minéraux stratégiques, les faiblesses institutionnelles et de cadrage stratégique (CESE, 2023), et la vulnérabilité de l'industrie minière. Les entreprises marocaines ne réalisent pas beaucoup d'acquisitions dans ces industries ou dans les industries en aval en raison de la faiblesse de l'industrie minière, du faible niveau de concurrence et du manque d'expérience et de compétences des entreprises marocaines dans l'exploration pétrolière et gazière et minière aussi.

L'État marocain est conscient de la faiblesse des richesses minières, de l'absence d'expérience d'entreprise marocaine dans ce secteur ainsi que de la nécessité de fonds colossaux pour les entreprises qui opèrent dans le secteur. En l'occurrence, l'État octroie des licences d'explorations locales pour des entreprises étrangères comme Predator oil, Genel Energy, Chariot et ne peut en conséquence investir dans des cibles étrangères dans ce secteur. À présent, il existe deux mastodontes qui opèrent dans le secteur des mines, à savoir le groupe OCP et Managem. L'OCP est une entreprise à capitaux publics et Managem est une entreprise privée cotée. L'OCP effectue des acquisitions étrangères et des IDE importants dans des industries d'aval des phosphates (acide phosphorique, engrais solides) et n'a effectué qu'une seule acquisition. Managem quant à elle, a effectué une seule acquisition à l'international en Guinée en 2019. Le secteur d'extraction minière est caractérisé par une domination des entreprises sud-africaines qui ont une forte capacité d'internationalisation : parmi ces entreprises, il y a de très grandes structures comme Anglo Platinum, AngloGold et The De Beers Diamond Consortium.

1.3. Analyse et discussion des résultats des institutions

L'analyse et la discussion des résultats sur l'influence des déterminants de localisation transnationaux sur l'activité des F&Ats est exposé en fonction de la dimension des institutions.

Nous discutons en premier lieu les résultats relatif aux institutions formelles et en deuxième lieu les résultats relatifs aux institutions informelles.

1.3.1. Institutions formelles

Nous traitons les résultats significatifs des institutions formelles de notre étude. Nous commençons par l'affinité politique sur la question du Sahara et nous achevons avec le nombre des représentations diplomatiques.

1.3.1.1. Affinité politique sur la question du Sahara

Les résultats d'affinité politique du Maroc avec les autres pays sur la question de sa souveraineté sur le Sahara occidental pourraient être résumés avec une déclaration du roi du Maroc Mohamed VI «le prisme à travers lequel le Maroc considère son environnement international, et l'aune qui mesure la sincérité des amitiés et l'efficacité des partenariats que le royaume établit ». Dans ce sens, les résultats trouvés sont compatibles avec les travaux de Li et Huang (2018) ; John, Lin et Qi (2016) ; Fieberg, Lopatta, Tammen et Tideman (2021).

La question de la reconnaissance de la souveraineté du Maroc sur le Sahara a toujours influencé les relations commerciales et d'investissement entre le Maroc et les autres pays. À ce titre, nous rappelons la crise entre l'Union européenne et le Maroc pour l'inclusion du territoire du Sahara dans les accords de pêche maritime du Maroc avec l'Union européenne (Accord de partenariat dans le domaine de la pêche durable entre l'Union Européenne et le Royaume du Maroc, 2019).

La diplomatie économique et culturelle a été déployée par le Maroc dans sa quête de souveraineté sur le Sahara occidental (Nechad, Bahha, et Lebbar, 2023 ; Wüst et Nicolai, 2023). La question du Sahara est un grand déterminant dans les relations politiques, économiques (Abourabi, 2016) et internationales du Maroc (Dworkin, 2022). D'ailleurs, des chercheurs recommandent l'accélération des partenariats commerciaux et des IDE pour écarter le front Polisario des organismes internationaux (Mohammed Elkhaldi, 2020).

Nous expliquons les résultats obtenus par l'engagement de la monarchie, du gouvernement marocain (Sidqi, 2015), des institutions et des entreprises privées, notamment la Confédération générale des entreprises au Maroc visant la mise en œuvre et l'accélération des investissements

dans les pays reconnaissant la marocanité du Sahara occidental, notamment en ASS (Bishku, 2021 ; Sambe, 2019).

1.3.1.2. Nombre de représentations diplomatiques

Les recherches menées dans le cadre du commerce international par Haar (2013), Rana et Chatterjee (2018) et Du, Lu et Tao (2008) ont déjà démontré l'impact bénéfique des missions diplomatiques, notamment les consulats et les ambassades, sur les IDE. À cet égard, nous observons que les ambassades servent de conduit pour les investissements entre les nations, comme affirmé par Rana (2013). Fernandes et Forte (2022) considèrent que les ambassades sont perçues comme des outils gouvernementaux d'influence et d'assistance à l'étranger, des intermédiaires de confiance, ces instruments peuvent avoir le pouvoir de minimiser les frictions du marché et véhicules d'information pour les entreprises nationale.

Dafir (2012) explique nos résultats dans le contexte marocain en soulignant que les ambassades marocaines disposent de conseillers économiques qui contribuent aux investissements entre le Maroc et les pays cibles, transformant ainsi les entreprises locales en véritables ambassadeurs en Afrique.

La plus haute autorité du Maroc établit les lignes directrices du rôle des représentations diplomatiques dans la promotion des investissements directs étrangers (IDE) et l'expansion de la présence économique et commerciale du Maroc en Afrique et dans le reste du monde (voir, par exemple, le message du souverain à la première conférence des ambassadeurs de SM le Roi du Maroc (2013)). Dans ce sens, 172 missions commerciales et 145 activités de rapprochement au profit des investisseurs étrangers et marocains ont été établis par les ambassades dans le cadre de la diplomatie économique (Ministère des Affaires étrangères, de la Coopération africaine et des Marocains résidant à l'Étranger, 2023 ; Telquel, 2023).

L'établissement de consulats étrangers dans la région du Sahara marocain atteste du fait que ces nations partagent la légitimité et la souveraineté marocaine sur le territoire du Sahara (Fondation pour la Recherche stratégique, 2023). En raison de leurs affinités politiques partagées, ces nations sont susceptibles de bénéficier davantage de l'IDE marocain sous la forme des F&Ats.

1.3.2. Institutions informelles

Nous expliquons dans le volet des institutions informelles les principales conclusions de l'analyse panel sur l'influence des institutions informelles sur le volume des F&Ats. Nous mettons en évidence, l'influence négative et significative de la distance religieuse et l'association positive et significative pour l'histoire coloniale.

1.3.2.1. Distance linguistique

Les résultats indiquent que les acquéreurs marocains privilégient d'acquérir des cibles dans des pays qui ont une langue commune comme l'arabe ou le français. Nos résultats sont conformes aux études de di Giovanni (2005) Bi, Ren et Bao (2020), Li et Sai (2020), Lian, Sun, Xie et Zheng (2021), Lee (2017) et convergent avec les résultats de l'étude de Wilson et Bala (2019) dans le contexte africain des F&Ats.

D'après Johanson et Vahlne (1977), la diversité linguistique est une composante importante de la distance psychologique, elle peut en plus fausser les flux d'informations, selon Johanson et Wiedersheim-Paul (1975). Investir dans des pays ayant des langues communes réduit l'asymétrie de l'information, l'ambiguïté et le risque d'interprétations erronées lors des négociations des F&Ats.

Les investissements marocains en Afrique se concentrent sur les pays francophones. D'après la Direction des études et prévisions financières et Agence française de développement (2018), les investissements marocains se concentrent sur les pays d'Afrique francophones afin de pouvoir y envoyer plus aisément ses managers, car les entreprises marocaines ont peu de cadres anglophones. L'arabe étant la langue maternelle des pays cibles de la région MENA, les investisseurs marocains investissent également dans les pays arabes, en particulier ceux de la région MENA. Le partage d'une langue commune entre le Maroc et la cible permet d'éviter l'émergence de groupes linguistiques, de réduire les tensions entre les différents groupes, de faciliter les transferts d'informations.

Finalement, nous pensons que les nations francophones cibles ont des codes et des systèmes juridiques similaires qui sont dérivés du colonialisme français et du droit civil, ce qui facilite une analyse et une interprétation plus approfondies. Il est peu probable que les acheteurs marocains souhaitent fournir des rendements plus faibles que les acheteurs chinois (L. Li et al., 2018).

1.3.2.2. Histoire coloniale

Les effets favorables de la relation coloniale sur les F&Ats sont cohérents avec les recherches menées par Chowdhury et Maung (2018) et Hyun et Kim (2010). Dans notre scénario, contrairement aux études mesurant l'impact des liens coloniaux sur les F&Ats, c'est l'ex-colonie qui est le pays d'origine et l'ex-colonisateur qui est le pays cible.

En conséquence, nous expliquons cet effet bénéfique en soulignant que l'ancienne colonie et l'ancien colonisateur ont des cadres juridiques et administratifs comparables (Jones, 1996, p. 39) ; ont une ascendance juridique partagée (Porta, Silanes, Shleifer, et Vishny, 2019) ; des affinités linguistiques (Ellis, Lamont, Reus, et Faifman, 2015) ; et enfin, des croyances managériales similaires (Amankwah-Amoah, 2016). Ces composantes accélèrent les négociations des F&As, facilitent les transactions d'entreprise et donnent aux investisseurs confiance dans les institutions publiques des pays d'accueil.

Dans ce sens, nous expliquons cet impact positif par l'existence des structures juridiques, administratives semblables entre l'ex-colonie et l'ex-colonisateur (Jones, 1996, p. 39) par l'existence de l'origine légale commune (Porta, Silanes, Shleifer, et Vishny, 2019) par l'héritage linguistique (Degbey et Ellis, 2019 ; Ellis, Lamont, Reus, et Faifman, 2015) et les mêmes pensées managériales. Ces éléments facilitent les transactions commerciales, accélèrent les négociations et apportent une garantie aux investisseurs quant aux institutions publiques des pays d'accueil.

2. Analyse et discussion des F&As transfrontalières entrantes au Maroc

La deuxième sous-section explique les résultats de notre analyse de panel sur le lien entre les déterminants transnationaux et le volume des F&Ats sortantes du Maroc. Le chemin arborescent élucide les relations significatives trouvées, entre les avantages de localisation, la TDI et les institutions.

2.1. Analyse et discussion des résultats des avantages de localisation dans le pays cible

D'après la perspective des avantages de localisation dans le pays cible, cette analyse discute l'ensemble des résultats trouvés pour l'influence significative du taux de change du pays cible,

l'ouverture commerciale du pays cible, le potentiel des ressources naturelles dans le pays d'origine et le pays cible et finalement le développement institutionnel du pays d'origine.

2.1.1. Analyse et discussion relatives à la recherche de marché

L'optique de recherche de marché met en valeur l'association significative et positive entre la dépréciation du dirham marocain, l'ouverture commerciale du Maroc et le volume des F&Ats entrantes.

2.1.1.1. Taux de change du pays cible

La dévaluation du dirham marocain par rapport au dollar a un impact positif sur les F&Ats entrantes. Ceci est en cohérence avec les recherches sur les IDE entrants au Maroc de Bouoiyour (2007), d'Asmae et Ahmed (2019), qui indiquent que les pays ont tendance à investir au Maroc, parce que le dirham marocain est déprécié. Il est également similaire aux études examinant l'effet des taux de change sur les F&Ats, telles que celles de Reed et Babool (2003), Froot et Stein (1991) dans le contexte américain, et Ibrahim et Raji (2018) dans le contexte asiatique. Nos résultats sont cohérents avec la tradition académique qui affirme que les entreprises cibles dans les nations dans lesquelles la monnaie nationale est dépréciée sont plus susceptibles d'être acquises par des acquéreurs dans les nations dans lesquelles la monnaie s'apprécie (Erel, Rose, et Weisbach, 2012).

Nos résultats sont cohérents avec l'idée que les acquéreurs étrangers s'intéressent à la dépréciation du dirham marocain, car plus la monnaie est dépréciée, plus les actifs du pays d'accueil (Maroc) sont relativement moins chers pour les investisseurs étrangers et encouragent en conséquence les F&Ats (Wilson et Vencatachellum, 2019).

Le résultat de l'impact positif de la dépréciation du dirham (monnaie du pays hôte) sur les F&Ats est expliqué par le régime de flottement. L'assouplissement dirham dénote la confiance placée par le Maroc à sa solidité économique, à sa capacité de résilience à des chocs exogènes et sa vision d'accélérer la vitesse de circulation des capitaux et de placer le dirham marocain dans les grandes places financières internationales, permettant ainsi une intégration financière et économique du pays et une ouverture économique sur le monde. Toute dévaluation du dirham marocain améliore l'économie marocaine, notamment en renforçant la vision de faire du Maroc un hub financier régional et en accélérant les IDE entrants. À cet égard, nos résultats prouvent

que les F&Ats ont été influencées par la flexibilité du dirham qui a engendré une dépréciation de la monnaie nationale marocaine.

2.1.1.2. Ouverture commerciale du pays cible

Les résultats relatifs à l'ouverture commerciale du Maroc sont similaires à ceux de Liargovas et Skandalis (2012) sur les IDE vers des pays cibles en développement, Makoni (2018) des IDE vers les pays africains, et ceux de, Moujahid et Khariss (2021), Moujahid et Khariss (2022) pour les IDE ciblant le Maroc. En outre, les résultats sont semblables à ceux de De Beule et Duanmu (2012) et Yang et Deng (2017), Ekkayokkaya, Foojinphan, et Wolff (2017) sur les F&Ats constatés par les travaux.

Théoriquement, Dunning (1993) soutient que l'effet de l'ouverture commerciale sur l'afflux d'IDE varie en fonction des facteurs de motivation des entrées d'IDE. Le Maroc est un pays pauvre en ressources naturelles, il est en conséquence ciblé par les investisseurs étrangers cherchant exclusivement l'accès à plusieurs marchés, notamment le marché local et les marchés voisins, à l'instar des marchés de l'ASS et ceux de l'Europe. Le choix du Maroc comme pays servant des marchés de proximité est justifié par le positionnement géographique du pays et la signature des accords de libre-échange du Maroc avec plusieurs pays et groupements économiques.

Parmi les accords de libre-échange ouvrant l'économie du Maroc sur d'autres pays. Nous citons l'accord de libre-échange (ALE) entre le Maroc et l'Union européenne (UE) entré en vigueur en 2000, les accords commerciaux multilatéraux, singulièrement celui avec l'OMC entré en vigueur en 1995. D'autres accords ont été signés avec des pays en développement, spécialement les systèmes généralisés des préférences commerciales entre pays en développement entrés en vigueur en 1997, et des accords avec des pays islamiques comme les accords de préférences commerciales entre pays islamiques signés en 1993. Le Maroc appartient également à la zone de libre-échange continentale africaine signée en 2018(Ministère de l'Industrie et du Commerce, 2023) et a signé l'accord PAFTA (Zone panarabe de libre-échange) et a adhéré à la ZLECAF. D'après la DEPF, AFD et IFPRI (2021), l'adhésion du Maroc à la ZLECAF vise à créer sur le continent africain l'une des plus grandes zones de libre-échange au monde avec un marché potentiel de 1,2 milliard de consommateurs et un PIB combiné de 3 000 milliards de dollars.

2.1.2. Analyse et discussion relatives à la recherche des ressources naturelles

Les résultats trouvés suggèrent que plus le Maroc dispose de ressources naturelles, moins il reçoit des F&Ats. Ces résultats sont une illustration de la théorie de la malédiction des ressources⁷⁰ dans le sens où plus le pays d'accueil dispose de ressources, plus il draine moins d'IDE. Ces résultats ont déjà été constatés en Afrique avec le travail d'Asiedu et Lien (2011) dans la région MENA, Khayat (2017) et Elheddad (2018).

Ces résultats peuvent être expliqués par le poids des ressources naturelles du Maroc, qui présentent une moyenne de 3,23 % du PIB d'après le Tableau 8. Le Tableau 11 dénote aussi que dans le cadre des F&Ats entrantes, les secteurs d'activité des cibles marocaines dans l'extraction minière n'ont constitué que 10,06 % du total des F&Ats entrantes. Le Maroc ne dispose pas de ressources naturelles fossiles comme le gaz ou le pétrole qui produiront un intrant d'énergie ou des matières premières moins cher et procureront en conséquence des avantages en termes de coûts aux entreprises acquéreuses. Nous croyons que probablement, avec les efforts considérables de l'Office national des hydrocarbures et des mines à travers l'octroi des permis⁷¹, les prémisses de ses communiqués et celles des sociétés exploratrices sur l'existence de bassins offshore et onshore, le Maroc pourrait éventuellement accueillir des F&Ats à la recherche de ressources naturelles. Néanmoins, avec les efforts notables du Maroc pour la production des énergies propres comme l'éolienne, le solaire ou l'hydraulique pour décarboniser les industries, assurer son indépendance énergétique et minimiser la facture nationale de l'énergie pourrait pousser des entreprises étrangères à acquérir des entreprises marocaines qui opèrent dans le secteur des énergies vertes, notamment l'hydrogène vert.

2.2. Analyse et discussion des résultats de la TDI pour les pays d'origine

La discussion des résultats qui prouvent l'existence d'association positive entre la disponibilité des ressources et la qualité de gouvernance dans le pays d'origine et les F&Ats entrantes au Maroc est discutée ci-dessous.

⁷⁰ Richard Auty a introduit le concept la première fois au début des années 1990 dans son livre «Sustaining Development in Mineral Economies : The Resource Curse Thesis». Auty a soutenu que l'abondance des ressources naturelles peut entraîner des problèmes économiques, sociaux et politiques.

⁷¹ D'après l'article 4 du Code des hydrocarbures marocain, il existe trois types de permis qui sont (1) l'autorisation de reconnaissance, (2) le permis de recherche et (3) la concession d'exploitation.

2.2.1. Ressources naturelles dans les pays d'origine

L'influence négative des ressources naturelles dans le pays d'origine sur le volume des F&Ats entrantes est motivée par l'existence d'un nombre important d'acquéreurs venant de pays à faibles ressources naturelles et qui effectuent de grandes acquisitions dans des secteurs de prestation de services. D'après le

Tableau 10, la majorité des pays qui se taillent la part du lion de notre échantillon de F&Ats entrantes sont d'Europe ou d'Amérique. Ces pays disposent de dotations naturelles très faibles estimées à 0,26% du PIB pour l'Europe et à 2,45% pour le continent américain. Ainsi, la majorité des F&Ats est opérée par des entreprises européennes opérant dans le secteur des Holding et prestation de services conformément au Tableau 11. En outre, aucune des entreprises cibles marocaines acquises n'opèrent dans l'industrie pétrolière et gazière.

Finalement, nous notons que les entreprises qui travaillent dans ces secteurs, à l'instar de la Compagnie Marocaine des Hydrocarbures (CMH), ou Societe Anonyme Marocaine de l'Industrie du Raffinage (SAMIR), Primagaz Holding, Sodipit et Afriquia ont été uniquement objet de F&Ads.

2.2.2. Qualité de gouvernance dans les pays d'origine

En dépit de la faiblesse de significativité positive de la qualité de gouvernance nationale des pays d'origine sur le volume des F&Ats entrantes au Maroc, nous décidons de l'interpréter quand même.

Nos résultats sont conformes aux résultats, mais pas aux degrés de significativité trouvés par Larsen et Zamborsky (2018), Ahmad, Lambert, Martin-Flores et Petit-Romec (2022) et s'expliquent par la force et le soutien institutionnel du pays d'origine qui encourage les investisseurs à s'internationaliser (Xu, Hitt, Brock, Pisano, et Huang, 2021). Nous réalisons également que 72,20 % des opérations de F&Ats entrantes au Maroc ont été réalisées par des entreprises en provenance de pays en Europe et Amérique, Océanie et quelques pays asiatique avec une qualité de gouvernance supérieure au Maroc. Les institutions de ces pays soutiennent la compétitivité, minimisent la turbulence dans le secteur privée, pousse les entreprises à s'internationaliser, rendent l'investissement plus efficace (D. Chen et al., 2019) et multiplie les F&Ats (Zámborský, Yan, Sbaï, et Larsen, 2021).

2.3. Analyse et discussion des résultats de la théorie institutionnelle

Dans cette sous-section, nous mettons le doigt sur les principaux résultats significatifs concernant l'influence des variables institutionnelles formelles et informelles sur les F&Ats entrantes au Maroc.

2.3.1. Analyse et discussion des résultats des institutions formelles

Dans leurs dimensions formelles, nous menons la discussion sur l'impact significatif et positif de la qualité de gouvernance nationale dans le pays hôte, le nombre des représentations diplomatiques sur le volume des F&Ats entrantes au Maroc.

2.3.1.1. Qualité de gouvernance nationale dans le pays d'accueil

Les résultats de l'influence positive du pays d'accueil (Maroc) sur le volume des F&Ats entrantes au Maroc ont été cohérents avec les résultats de Tunyi et Ntim (2016), M. Wilson et Vencatachellum (2016) et Elikplimi Komla Agbloyor (2011) dans le contexte africain et Zhang, Zhou et Ebbers (2011) dans le contexte des pays émergents.

Le Maroc est un pays africain, appartenant également à la région MENA. La région MENA est historiquement et intrinsèquement plus sujette aux conflits que toute autre région du monde ; c'est aussi la région la plus militarisée du monde d'après (Global Militarisation Index, 2021). Le Maroc et les autres pays de la région MENA ont traversé des transitions économiques et politiques importantes déclenchées par les troubles du printemps arabe (Dimitrova, Rogmans, et Triki, 2019), la région est aussi connue par des niveaux de corruption combinés à une faible efficacité du gouvernement (Ciešlik et Hamza, 2022). Comme il est admis que les transitions institutionnelles ont influencé et continuent d'influencer les F&Ats (Battisti, Christofi, Vrontis, et Nirino, 2021) et que les investisseurs prêtent surtout attention à la qualité des institutions quand la cible est un pays en développement (Gunessee et Hu, 2020). Nos résultats prouvent l'intérêt continu et colossal apporté par l'État pour attirer les IDE, notamment sous forme de F&Ats.

Nos résultats s'expliquent, en premier lieu, par l'amélioration des indicateurs de gouvernance publique relatifs à la capacité de décision de l'État, à la coordination dans la sphère publique et la lutte contre la corruption au Maroc (DEPF, 2018 ; PNUD, 2023) à travers l'appartenance à convention des Nations Unies contre la corruption (CNUCC), la mise en place

de l'instance nationale de probité, de prévention et de lutte contre la corruption (INPPLC), l'adoption de la stratégie nationale de lutte contre la corruption et en 2017 la création de Commission Nationale de Lutte Contre la Corruption (CNAC).

Nos résultats se justifient, en deuxième lieu, par l'octroi de la priorité à la préservation des fondamentaux macroéconomiques et à l'amélioration de ses institutions publiques à travers la constitution de 2011 qui a été un élan instaurant les fondements et les principes de la bonne gouvernance, représentant ainsi une avancée majeure dans la construction de l'État de droit au Maroc.

En troisième lieu, le Maroc est l'un des rares pays de la région MENA qui est doté d'une stabilité politique remarquable ainsi qu'une absence de terrorisme. Le pays est membre du Global Counterterrorism Forum GCTF. Il lutte également contre le financement du terrorisme en adhérant au Groupe d'Action Financière du Moyen-Orient et de l'Afrique du Nord. Il est par ailleurs doté d'une forte sécurité frontalière, poursuit sa lutte contre l'extrémisme violent et bénéficie de la coopération internationale et régionale avec ses partenaires européens.

Finalement, le Maroc contribue au pacifisme de la région d'Afrique de l'Ouest et lutte contre l'extrémisme et les violences ethniques en formant les Imams (Jamal, 2018 ; US Department of State, 2023). Dans cette perspective, les Marocains sont plus confiants dans la capacité de leurs gouvernements à assurer la stabilité politique grâce à une vision claire à long terme (Becheikh, 2021).

2.3.1.2. Représentations diplomatiques

Le nombre des ambassades entre les pays influence les F&Ats entrantes au Maroc. Ces résultats sont similaires aux études sur les IDE d'Haar (2013), Du, Lu, et Tao (2008), Rana et Chatterjee (2018) et l'étude de Pásztor (2021). Face à l'incapacité à pénétrer les marchés étrangers suite à l'existence de l'asymétrie de l'information, le réseau des ambassades et consultants atténue ces problèmes. Les pays occidentaux mobilisent personnes spécialisées ayant des formations en école de commerciale dans les représentations diplomatiques et qui sont très sensibilisés et mobilisés sur l'impact des ambassades économiques (Carrère, 2014).

Plusieurs pays font de leurs ambassades et consulats de vrais catalyseurs d'investissement, voir le cas des Émirats arabes unis (ministère des Affaires extérieures des EAU, 2023) ; de la France (Doutriaux, 2021 ; Fabius, 2013 ; ministère de l'Europe et des Affaires étrangères,

2023) ; du Royaume-Uni (gouvernement du Royaume-Uni, 2011) ; du Japon (ministère des Affaires étrangères japonais, 2019) et d'autres pays comme l'Italie et l'Espagne (Álvarez, 2015 ; ministère des Affaires étrangères espagnol, 2023 ; Sidqi, 2015), et le Benin (Behanzin, Sainou, Dossou-Vou, et Dossou-Yovo, 2021).

Les conseillers économiques sont au service des ambassades marocaines depuis 1983 et ont pour mission principale de recenser les besoins réels de l'économie marocaine et les intérêts économiques du Maroc à l'étranger (Elkhaldi et Azennar, 2019). Dafir (2012) confirme que les ambassades marocaines sont dotées de conseillers économiques qui présentent les opportunités d'investissement au Maroc.

2.3.2. Analyse et discussion des résultats des institutions informelles

Nous interprétons les résultats significatifs des institutions informelles sur l'activité des F&Ats entrantes au Maroc. Nous constatons d'après le Tableau 13 que seuls les liens coloniaux qui ont un impact positif et significatif. Toutefois, la distance culturelle a une influence négative, mais faiblement significative dans un seul et unique modèle (M20). Nous expliquons en l'occurrence l'influence positive et significative des liens coloniaux, mais nous rejetons les explications de l'influence faiblement significative de la distance linguistique.

2.3.2.1. Histoires coloniales

Le Maroc est un pays africain qui a été colonisé par la France et l'Espagne. D'après Degbey, Eriksson, Rodgers et Oguji (2021) la compréhension du phénomène des F&Ats en Afrique doit passer inéluctablement par l'étude du passé colonial. Dans le contexte marocain, la recherche axée sur le phénomène d'Ibrahimi et Liassini (2021) précise que la majorité des acquisitions transfrontalières proviennent de l'ancien colonisateur français.

L'Office des changes (2023), dénote également qu'entre 2014 et 2022, la France est le premier investisseur étranger avec un total de 47 932 millions de dirhams marocains. La même source rapporte que l'Espagne qui est le second colonisateur, est le septième plus grand investisseur au Maroc.

Nous croyons que nous répondons à l'émergence d'étude des expériences coloniales sur les F&Ats en Afrique conformément à la demande de K. M. Ellis et al (2018). Les résultats sont similaires aux études de Chowdhury et Maung (2018), Hyun et Kim (2010) et cohérents avec ceux de Glaister, Driffield et Lin (2020) pour les IDE ciblant l'Afrique.

Les colonisateurs ont influencé le développement des institutions au moment et ultérieurement à la période de colonisation (Jones, 2013, p. 182 ; Young, 1997) notamment dans le côté juridique avec l'influence par exemple de l'origine juridique de la loi civile sur les textes juridiques marocains, l'existence des hommes d'affaires français ayant investi auparavant au Maroc (Hoisington, 1974). L'influence de la colonisation touche également les institutions informelles (Makino et Tsang, 2011) et la culture linguistique (Amargui, 2006 ; Benzakour, 2007 ; Ouasmi, 2011).

Nous croyons aussi que conformément à K. M. Ellis et al. (2015), que les entreprises en provenance des pays ex-colonisateurs sont dotées d'une meilleure compréhension des institutions locales et profitent de leurs langues qui sont instaurées comme seconde langue dans les ex-colonies. L'élitisme politique, économique et militaire des pays du Maghreb en général et du Maroc en particulier (Vermeren, 2011) s'est vu formée dans des écoles en France. Ces élites constituent de vrais ambassadeurs pour la France au Maroc et influencent des décisions stratégiques du pays. Le fait que les institutions actuelles aient été influencées par les institutions coloniales souligne la persistance des liens historiques et leurs implications sur les interactions économiques modernes.

Conclusion du cinquième chapitre

La compréhension des facteurs de localisation devient de plus en plus importante à mesure que les entreprises s'engagent dans la mondialisation, en particulier sur les marchés variés et en pleine croissance de l'Afrique. L'étude des déterminants de localisation des F&Ats a été un des thèmes les plus discutés auprès des chercheurs en commerce international et en stratégie d'internationalisation. Notre étude essaye d'apporter plus d'éclaircissement sur les facteurs de localisation dans un contexte très particulier, influencé particulièrement par le positionnement géographique et la vision géopolitique.

À travers 256 transactions entre 2005 et 2021, nous constatons dans une perspective descriptive que les F&Ats sortantes du Maroc visent principalement les pays d'ASS et se concentrent majoritairement dans le secteur bancaire, Holdings, d'assurance et de télécommunication. La majorité des pays ciblés par le Maroc sont des pays en voie de développement. Notre analyse de régression Panel stipule que les F&Ats sortantes sont influencées positivement et significativement par les avantages de localisation que procure le pays cible à l'instar de la croissance du marché. Le progrès économique et l'ouverture commerciale du pays d'origine (Maroc) ont par ailleurs une influence positive et significative sur les F&Ats sortantes. Cependant, les F&Ats sont influencées positivement par la dépréciation du dirham. Les études sur les déterminants des F&Ats sont également une étude de distance par excellence. À cet égard, le Maroc considère l'affinité politique sur la question du Sahara comme fondamental pour ces investissements sortants. Le nombre des représentations diplomatiques et l'histoire coloniale exercent une influence positive et très manifeste pour les F&Ats sortantes. Finalement, la dotation naturelle au Maroc et la distance linguistique ont une influence négative et notable sur les F&Ats sortantes.

Les F&Ats entrantes au Maroc sont caractérisées par des acquéreurs en provenance de pays développés situés en Europe et en Amérique, par le choix de cibles marocaines qui opèrent dans le secteur des services. Les acquéreurs étrangers au Maroc prêtent attention à la dépréciation du dirham et à l'ouverture commerciale du pays ainsi qu'à la qualité de ses institutions publiques. Le nombre des ambassades et l'histoire coloniale influencent positivement les acquéreurs étrangers qui investissent au Maroc. Toutefois, les ressources naturelles dans le pays d'origine et au Maroc exercent une influence négative et significative. Finalement, la distance linguistique a une influence négative, mais faiblement significative.

Chapitre 6. Déterminants de création de valeur dans les F&As transfrontalières Marocaines

Introduction au sixième chapitre

La création de valeur est un sujet très épineux dans la recherche en F&A. Ce sujet préoccupe non seulement les chercheurs, mais également les praticiens. Certes, les conclusions sur ce sujet divergent, mais il semble que la majorité des constats tend vers une création de valeur plus manifeste chez les entreprises cibles. Néanmoins, ces études demeurent subjectives au contexte de recherche. Ce chapitre analyse les principaux résultats sur le marché de la BVC.

La première section présente l'analyse descriptive. Cette analyse s'articule autour de plusieurs axes, à savoir le critère géographique, les secteurs d'activité, et la cotation boursière. Elle intègre également une dimension statistique en explorant les variables explicatives (déterminants de la création de valeur) ainsi que la variable à expliquer, à savoir le RAMC sur la fenêtre [-5, +5], pour les acquéreurs et les cibles.

La deuxième section met en lumière les résultats obtenus au cours de notre recherche. Dans cette optique, la première sous-section expose les résultats liés à l'application de la méthode d'événement pour le calcul des RAs et des RAMCs autour de l'annonce de la F&At. Ces résultats sont présentés à travers trois modèles distincts : le modèle ajusté à la moyenne, le modèle ajusté au marché, et le modèle du marché, sur trois fenêtres temporelles [-5,-1], [-1, +1], [-5, +5], tant pour les acquéreurs que pour les cibles. Dans la deuxième sous-section, nous exposons les résultats issus de l'analyse de la régression transversale, paramétrée par la MCO. Pour cette analyse, nous retenons les RAMCs sur la fenêtre temporelle [-5, +5] du modèle de marché comme variable à expliquer.

La dernière section présente en deux sous-sections, l'interprétation des résultats relatifs à la méthode d'événement, à savoir la création de valeurs et les fuites d'information, et finalement l'analyse et discussion des résultats de la régression transversale relative à l'influence des déterminants.

Section 1. Analyse descriptive

Notre analyse descriptive du deuxième sous-échantillon relatif à l'étude de la création de valeur auprès des actionnaires est répartie en deux sous-sections. Nous retenons dans le cadre d'analyse descriptive quatre (4) critères qui sont la géographie, les secteurs d'activité, la cotation boursière et finalement l'analyse descriptive des cinq (5) déterminants de création de valeur. La première sous-section décrit les différentes transactions transfrontalières sortantes du Maroc. La deuxième sous-section décrit les opérations de F&Ats entrantes au Maroc en retenant aussi comme critère la géographie, la cotation et les secteurs d'activité.

1. Analyse descriptive des acquéreurs marocains

Cette sous-section met en évidence les opérations de F&Ats sortantes en précisant les pays et régions d'origine ainsi que les pays et régions cibles. Nous précisons également les différents secteurs d'activité de l'entreprise acquéreuse et de l'entreprise cible. Finalement, nous présentons notre 2^e échantillon par critère de cotation.

1.1. Analyse géographique

L'analyse descriptive de notre deuxième sous-échantillon nous offrira une vision approfondie de la répartition géographique des entreprises visées par les acquéreurs marocains afin de déterminer les zones clés dans lesquelles opèrent particulièrement les entreprises marocaines cotées.

Conformément au Tableau 17, les activités de F&Ats sortantes réalisées par les acquéreurs marocains cotés ont ciblé majoritairement la région d'ASS avec 82,35 % du total des opérations, suivie de la région MENA avec 8,82 % et finalement de la région européenne avec 8,82 %. Dans ce sens, les entreprises marocaines cotées privilégient les pays d'ASS qui sont majoritairement des pays en voie de développement. Parmi ces pays, nous citons, le Bénin ; le Burkina-Faso ; la Côte d'Ivoire ; la Guinée ; le Mali ; la Mauritanie ; le Niger ; le Sénégal ; le Tchad, le Togo ; l'île Maurice ; le Kenya ; Cameroun ; Congo ; Gabon et finalement le Tchad. Ces constats rejoignent les constats des études d'Ibrahimi et Liassini (2021) et celle d'Erel et al. (2012) qui concluent que les pays performants sur le plan économique et social ont plus de chance d'effectuer des acquisitions dans des pays moins développés.

D'après le Tableau 17, le Maroc a effectué moins d'acquisitions dans des pays émergents ou des pays occidentaux (industrialisés). Les pays arabes cibles des acquéreurs marocains sont la Tunisie et le Liban. Cependant, la France, l'Angleterre et le Luxembourg.

Les sous-régions d'ASS ayant accueilli de nombreuses opérations sont l'Afrique de l'Ouest, en se taillant la part du lion avec 52,94 % de l'ensemble des transactions transfrontalières sortantes, soit 64,28 % des opérations ciblant l'ASS. L'Afrique centrale a été ciblée par de nombreux acquéreurs marocains, représentant ainsi 20,58 % du total des F&Ats et 25 % des acquisitions étrangères ciblant l'ASS. Finalement, l'Afrique australe et (l'Afrique de l'Est) ont accaparé respectivement 5,88 (2,94 %) des F&Ats et 7,14 et (3,57 %) des F&Ats ciblant l'ASS.

D'après les bases de données de Zephyr et Refinitiv, les plus grandes transactions réalisées par des entreprises marocaines dans notre 2e échantillon ont été enregistrées par le groupe AWB qui a acquis Barclays Bank Egypt SAE 495,00 M USD le 04/10/2016. D'autres acquisitions comme celle de SOTELMA par Maroc Telecom a été d'une valeur de 334,39 M USD le 02/03/2009, l'acquisition de Crédit du Congo par AWB a été estimée à 323,79 M USD le 25/11/2008 et l'acquisition d'Office National des Telecommunications par Maroc Telecom SA était d'une valeur de 289,26 M USD le 28/12/2006. Cependant, les plus faibles valeurs de transaction ont été enregistrées par l'acquisition de la BCP SA d'Atlantic Financial Group de la Côte d'Ivoire avec un montant de 116,28 M USD le 07/06/2012, suivie de Saham Finances qui a acquis LIA Insurance SAL au Liban, le 15/05/2012 avec une transaction de 100 M USD. Finalement, la valeur de l'acquisition de Gabon Telecom par Maroc Telecom le 12/02/2007 était de 81,83 M USD.

De nombreuses entreprises cibles étrangères situées en ASS ont été acquises par des entreprises marocaines dans le cadre d'un processus de privatisation, notamment l'Office national des télécommunications (ONATEL) du Burkina-Faso, la Société des télécommunications du Mali (SOTELMA) ; Gabon Telecom SA du Gabon ; la Société ivoirienne de Banque SA en Côte d'Ivoire et la Banque internationale pour l'Afrique au Togo SA au Togo.

1.2. Analyse des secteurs d'activités

D'après le Tableau 17, les F&Ats sortantes du Maroc sont caractérisées par une domination des acquéreurs bancaires avec 44,12 % du total des F&Ats sortantes, les acquéreurs dans le secteur de télécommunication 17,65 %, les assurances 11,76 %. Les entreprises marocaines qui

opèrent dans les secteurs des matériaux de construction, de l'industrie alimentaire et de l'extraction minière ont accaparé distinctement et équitablement 5,88 %. Finalement, les acquéreurs dans le secteur de l'industrie métallurgique, de l'industrie d'aluminium et des technologies se sont partagés équitablement 8,82 % du total des F&Ats sortantes.

Le Tableau 17, stipule de plus que la majorité des entreprises cibles étrangères des acquéreurs marocains sont essentiellement des banques avec 38,24 % du total des acquisitions sortantes, des entreprises du secteur de la télécommunication avec 17,65 % et les assurances avec 11,76 %. Les secteurs d'extraction minière, de prestation de service, de l'industrie alimentaire et des matériaux de construction se partagent équitablement 23,52 % du total des acquisitions étrangères. Les secteurs cibles, à savoir holding, industrie métallurgique, industrie aluminium, se partagent par ailleurs 8,82 % du total des acquisitions étrangères.

La majorité des acquisitions des acquéreurs marocains côtés ont pris la forme de type horizontal, 97 %, le reste est de type congloméral. Les acquéreurs bancaires les plus dynamiques sont principalement le groupe bancaire AWB avec 29,41 % des acquisitions transfrontalières sortantes, suivi du groupe bancaire BCP avec 11,76 %. Les assurances marocaines les plus actives en F&Ats sortantes sont le groupe Saham 14,70 %, suivi de Wafa Assurance 2,94 %. Finalement, l'acquéreur le plus dynamique dans le secteur des télécommunications est Maroc Telecom avec 11,76 % du total des acquisitions transfrontalières entrantes.

1.3. Analyse de cotation boursière

L'ensemble des entreprises dans notre 2e échantillon sont cotées uniquement à la BVC, hormis l'entreprise Maroc Telecom qui est cotée à la fois à la BVC et également sur EuroNext⁷² Paris. Les entreprises cibles des acquéreurs marocains sont majoritairement des entreprises non cotées (97 %), seule une entreprise est cotée à la Bourse de Londres.

La capitalisation boursière de la BVC est l'une des trois plus grandes capitalisations en Afrique, derrière l'Afrique du Sud et dans une course acharnée avec l'Égypte. La capitalisation boursière de la BVC occupe la deuxième place depuis 2015 (Banque mondiale, 2023b). En

⁷² Le conseil d'administration d'EURONEXT PARIS SA a décidé l'admission au premier marché de Maroc Telecom le 13 décembre 2004. Consultable sur le site https://live.euronext.com/sites/default/files/MAROC_TELECOM_Avis_d_introduction_au_Premier_Marche_FR.pdf

outre, la capitalisation boursière de la BVC par rapport au PIB constitue une moyenne de 51,42 % du PIB marocain entre 2010 et 2020, le mettant ainsi en 2^e place derrière l’Afrique du Sud dont la capitalisation boursière est de 246,31 % du PIB d’Afrique du Sud (Banque mondiale, 2023a).

D’après la Direction des études économiques (2010) et les rapports annuels d’activité de la BVC (2005, 2008, 2011, 2014, 2017, 2019, 2020, 2021), le secteur bancaire, la télécommunication sont les secteurs dans lesquels la capitalisation boursière est concentrée. Le secteur bancaire est présenté dans la Bourse par AWB, BMCE Bank of Africa, BCP, Banque marocaine du commerce intérieur (BMCI), Crédit immobilier et hôtelier (CIH) et Crédit du Maroc (CDM). Le secteur des télécommunications est présent avec une seule et unique entreprise qui est Maroc Télécom.

L’analyse par critère de cotation des cibles étrangères révèle que les cibles étrangères sont majoritairement non cotées, présentant ainsi 97,05 % du total du 2^e échantillon. La seule entreprise cotée, soit 2,95 % de l’échantillon, est la Société ivoirienne des banques qui est cotée à la Bourse régionale des valeurs mobilières (BRVM⁷³).

1.4. Analyse descriptive des déterminants de la création de valeur dans les opérations de F&Ats sortantes

Dans cette sous section nous effectuons une analyse descriptive du sous-échantillon des F&Ats opérées par des acquéreurs marocains. Cette analyse descriptive comprend la variable explicative Ramc [-5 ; +5], les variables de contrôle la performance économique du pays cible (pays développé, pays émergent et pays en voie de développement), et les variables explicatives à savoir la taille de la cible, l’expérience de l’acquéreur, Mandat du PDG, les secteurs partagés et la protection des investisseurs minoritaires dans le pays hôte.

Nous analysons, dans ce sens, deux sous-échantillons distincts. Le premier sous-échantillon dit « sous-échantillon global » regroupe l’ensemble des opérations de F&Ats et le deuxième est strictement alloué aux opérations de F&Ats bancaires mettant en jeu des acquéreurs bancaires marocains. Ce choix est justifié par la domination des banques marocaines dans les opérations de F&Ats sortantes, soit 41,18 % du 2^e sous-échantillon.

⁷³ Place boursière ouest-africaine où les titres financiers des entreprises cotées sont négociés. Cette institution financière, créée pour favoriser la mobilisation des capitaux et la promotion des investissements dans les pays membres de l’Union Économique et Monétaire Ouest-Africaine (UEMOA) se trouve à Abidjan, en Côte d’Ivoire.

En première étape nous analysons le sous-échantillon global. En deuxième étape nous analysons un sous-échantillon relatif uniquement aux banques marocaines engagées dans les opérations de F&Ats.

1.4.1. Analyse descriptive du sous-échantillon global

L'analyse descriptive des déterminants de création de valeur pour l'ensemble de l'échantillon est présentée dans le Tableau 14. D'après ce tableau descriptif nous constatons que pour notre variable dépendante qui est les RAMCs sur la fenêtre [-5, +5], la moyenne est de 0,002014 et l'écart type est de 0,0042352. Cet écart type faible suppose que les données sont homogènes et ne sont pas trop dispersés autour de la moyenne. La fourchette [Min -0,00732, Max 0,01067] le prouve davantage.

Pour les variables de contrôle, à savoir le pays hôte, développé (pdcible), émergent (pecible), en voie de développement (pvdcible), il est important de rappeler qu'il s'agit de variable muette. En premier lieu, la moyenne de la variable pdcible qui est de 11,76% dénote le pourcentage des cibles situées dans des pays étrangers développés. L'écart type qui est de 0,327 indiquent les données de cette variable sont moyennement dispersées autour de la moyenne. En second lieu, la moyenne de la variable pecible renseigne que 8,8% de notre échantillon de cible étrangère est située dans des pays en voie de développement (par exemple, Lia Insurance au Liban, Barcklays Egypt et Cristal Tunisie). L'écart type de la variable pecible demeure important avec 0,327. Finalement la moyenne pvdcible renseigne que 82,05% des entreprises cibles de notre échantillon proviennent des pays en voie de développement et qui sont majoritairement situées en ASS.

Pour la première variable explicative, la taille de la cible (T_{cible}), la variable est de type « muette ». Dans ce sens, un mode de 1 et une médiane de 1 montrent ainsi qu'une moyenne de 0,7 plus proche de 1 que de 0 supposent l'existence de nombreuses cibles étrangères de petite taille dans notre deuxième sous-échantillon.

D'un autre côté la deuxième variable explicative qui est la moyenne d'expérience des acquisitions « Exp_acq » chez l'acquéreur marocain, elle est de 2,59 opérations. Nous jugeons cette moyenne de faible pour deux raisons. La première raison est l'écart type 2,88 qui est élevé ce qui montre que les données sont fortement dispersées autour de la moyenne et la fourchette [Min 0, Max 10] appuie notre constat. La deuxième raison est l'existence d'entreprises qui s'accaprent la part du lion (par exemple, l'entreprise AWB est l'entreprise qui a réalisé le plus

grand nombre d'acquisition à l'étranger avec 29,42% du total de l'échantillon, suivi de Saham 14,71 %, de la BCP 11,76% et puis de Maroc Telecom 11,76%).

La durée de mandat qui est notre troisième variable explicative met en relief la période dans laquelle les fonctions du PDG ou du président du directoire sont assurés, montre que la durée moyenne de mandat est de 6 ans et 7 mois. C'est à dire qu'en moyenne un dirigeant doit rester au moins 6 ans et 7 mois avant d'opérer une opération de F&As. Cette moyenne est faiblement interprétable car l'écart type est très élevé vu qu'il est de 4,26 et la fourchette de cette variable est [Min 0, Max 10] est très large. Par exemple, plusieurs annonces d'opérations de F&As ont été réalisées à uniquement quelque mois de la nomination du dirigeant de F&A à l'instar du président du directoire M. Ahizoune de la société Maroc télécom, à quelques mois de la nomination de M. Kettani à la tête d'AWB et à quelques mois de la nomination du PDG de la BCP M. Ahizoune. Cependant, les PDG de Saham (Moulay Hafid El Alami) et Jet Alu Maroc (Adil Rtabi) ont opérée des opérations de F&As à plusieurs années de leur nomination à la tête de ces groupes.

L'analyse descriptive de la quatrième variable explicative est liée à l'existence ou l'absence d'un secteur partagé « Sec_partagé » entre l'entreprise acquéreuse et l'entreprise cible. Nos statistiques révèlent que 85,29% de transactions de notre échantillon ont été opérées entre des entreprises qui opèrent dans un secteur commun. Le mode de 1 ainsi que la médiane de 1 le prouvent. La majorité des acquisitions horizontales ont eu lieu entre des entreprises qui opèrent dans le secteur bancaire, dans le secteur des assurances et dans le secteur de la télécommunication. L'écart type de 0,36 renseigne la faiblesse de la distribution autour de la moyenne vu le poids important des opérations horizontales dans le secteur bancaire, secteur d'assurance et de télécommunication.

Finalement pour la protection des investisseurs la moyenne est de 40,46, l'écart type est modérément élevé 9.07 est la fourchette est large [Min 33, Max 75]. La grand ecart entre la Min et Max résulte de l'écart dans la qualité institutionnelle entre les pays occidentaux et les pays en voie de développement principalement situés en Afrique sub-saharienne. Les variables minimales sont enregistrées dans les pays d'ASS à l'instar de La cote d'ivoire, Mauritanie Gana et autres. Cependant les variables maximales ont été enregistrées dans les pays européens comme l'Angleterre, la France et le Luxembourg.

Tableau 14 Analyse descriptive des déterminants de création de valeur dans les F&Ats sortantes (Analyse de la création de valeur auprès des acquéreurs marocains)

Variable	Moyenne	Médiane	Mode	Ecart-type	Aplatissement	Asymétrie	Min	Max
RAMCs [-5, +5]	0,002014	0,001636933	0,008481216	0,0042352	0,8215	0,7276	-0,00732	0,01067
Pdcible	0,117647	-	-	0,327035	0,0028	-	-	1
Pecible	0,088235	-	-	0,2879022	0,0002	-	-	1
Pvdcible	0,823529	1	1	0,386953	0,1417	0,0002	-	1
T_cible	0,705882	1	1	0,4624973	0,0134	0,0237	-	1
Exp_acq	2,588235	1,5	0	2,882735	0,2248	0,0045	-	10
Mand_PDG	6,746471	7	1,11	4,266293	0,0093	0,9588	0,7	15
Sec_partagé	0,852941	1	1	0,3594906	0,0251	-	-	1
prot_inv	40,46029	37	33,33	9,07575	0,0013	0,0001	33	75

1.4.2. Analyse descriptive du sous-échantillon bancaire

Le Tableau 15 établit une analyse descriptive de notre sous-échantillon relatif uniquement aux acquisitions transfrontalières effectuées par des banques marocaines. Nous décidons d'établir cette analyse descriptive ainsi qu'une analyse de régression transversale, vu le poids substantiel des banques dans notre échantillon de 41,18 %. D'ailleurs, les banques marocaines sont réputées d'être les banques les plus dynamiques sur le continent africain (Akwygyiram, 2021). À cet égard, par curiosité, nous décidons d'effectuer une analyse des déterminants de création de valeur dans les banques marocaines acquéreuses. En l'occurrence, les principales banques retenues sont AWB et la BCP.

D'après le Tableau 15, les RAMCs des banques marocaines sur la fenêtre [-5, +5] sont comprises entre -0,0031458 et 0,0084812, l'écart type de 0,004 renseigne que les données sont peu dispersées autour de la moyenne de 0,002.

Pour les variables de contrôle, la première variable de contrôle (pdcible) est nulle pour l'ensemble des paramètres. Ce résultat est normal car aucune cible de notre échantillon des acquisitions bancaires ne se trouve dans les pays développés. La variable de contrôle (pecible) fait apparaître une moyenne de 0,143 cette moyenne résulte fondamentalement de l'existence de deux cibles situés dans deux pays émergents à savoir Barclays acquise par AWB et la Banque des Mascareignes acquise par la BCP, l'écart type est un peu élevé vu le poids des cibles situées en ASS et qui sont majoritairement des pays en voie de développement. La dernière variable de contrôle qui est (pvd) montre que 92,85% des cibles de notre échantillon se trouve dans des pays en voie de développement. Nous concluons dans ce sens que les acquéreurs bancaires marocains privilégient des banques situées dans des pays émergents et

dans des pays situées en ASS. Nous détaillons qu'uniquement deux banques sont localisées dans deux pays émergents à savoir l'Égypte et l'Île Maurice.

Pour la première variable explicative, la taille de la cible (T_cible) la moyenne de 0,71 prouve que la majorité des cibles acquises par des banques marocaines sont de petite taille, vu que la moyenne est proche de 1. En outre, le mode de 1 et la médiane de 1 renforcent la forte présence des entreprises de petite taille dans notre sous-échantillon des acquisitions bancaires.

La deuxième variable explicative est l'expérience de l'acquéreur (Exp_acq), son analyse descriptive révèle que la moyenne de l'expérience des acquisitions des banques est de 3,6 acquisitions. La valeur maximale de 10 prouve et la valeur Min de 0 ainsi que l'écart-type important de 3,15 prouvent l'existence de plusieurs écarts quant aux expériences.

La troisième variable explicative est relative au mandat du PDG « Mand_PDG » de la banque marocaine affiche une moyenne de 5,3 ans. C'est-à-dire qu'il faut en moyenne 5 ans et 3 mois pour que le PDG décide d'effectuer une opération de F&A. Cependant, cette moyenne n'est pas représentative vu la fourchette élargie de [Min 1 ; 12,11 Max] et l'écart type important de 4,7 dénote l'existence de grands écarts entre les données de cette variable.

L'avant dernière variable explicative relative au secteur partagé « Sec_partagé » affiche une moyenne de 0,85, ce qui explique que 85 % des entreprises cibles sont des entreprises qui opèrent dans le même secteur que les acquéreurs. Le mode 1 confirme nos résultats.

La dernière variable explicative relative à la protection des investisseurs dans le pays cible montre que la moyenne est de 38,785, la fourchette [Min 33 ; Max 53,33] prouvant l'existence de pays hôtes avec une bonne protection des investisseurs et d'autres avec une faible protection des investisseurs.

Le groupe AWB est le groupe qui a acquis le plus grand nombre d'acquisitions avec dix (10) opérations, dont neuf (9) en Afrique subsaharienne et une acquisition en Afrique du Nord (Égypte). Le groupe BCP a effectué (4) quatre opérations. Trois opérations ont été opérées en ASS et la dernière en l'île Maurice avec l'acquisition de la banque des Mascareignes. L'implantation du groupe AWB en Afrique a suscité un énorme intérêt de la part de plusieurs chercheurs (Belgaid, 2020). Cette implémentation en Afrique a drainé la gestion de 1057 agences en Afrique de l'ouest et 895 agences en Afrique centrale (AWB, 2022).

Tableau 15 Analyse descriptive des déterminants de création de valeur dans les F&Ats bancaires sortantes

Variable	Moyenne	Médiane	Mode	Ecart-type	Aplatissement	Asymétrie	Min	Max
RAMCs [-5, +5]	0,0035119	0,002279457	0,00848122	0,0041554	0,7991	0,0757	-,0031458	,0084812
Pdcible	-	-	-	-	-	-	-	-
Pecible	0,1428571	-	-	0,3631365	0,0008	0,0217	-	1
Pvdcible	0,9285714	1	1	0,2672612	0,0000	0,0000	-	1
T_cible	0,7142857	1	1	0,4688072	0,0747	0,3076	-	1
Exp_acq	3,642857	3	1	3,152707	0,2435	0,7246	-	10
Mand_PDG	5,291429	3,2	1,11	4,705053	0,3848	0,0209	1	12,11
Sec_partagé	0,8571429	1	1	0,3631365	0,0300	0,0217	-	1
Prot_inv	38,785	37	37	5,94562	0,0008	0,2013	33	53,33

2. Analyse des cibles marocaines impliquées dans les F&As transfrontalières entrantes

Cette section examine les opérations d'acquisitions étrangères effectuées sur le territoire marocain dans le cadre des F&Ats entrantes au Maroc. Notre choix se porte sur une étude approfondie des facteurs déterminants de la création de valeur au sein des entreprises cibles marocaines, même lorsque les gains de richesse générés sont positifs, mais non significatifs. L'objectif principal est de décrypter les déterminants qui ont une influence positive sur le processus de création de valeur.

Notre analyse descriptive débute par une exploration géographique, suivie d'une analyse sectorielle, d'une analyse basée sur la cotation boursière et enfin, d'une investigation des déterminants spécifiques à la création de valeur au sein des entreprises cibles marocaines.

2.1. Analyse géographique

D'après le Tableau 17, les acquéreurs européens effectuent plusieurs opérations d'acquisition de cibles marocaines cotées. Les acquéreurs français s'accaparent 37,5 % du total des F&Ats sortantes, suivis des acquéreurs des EAU avec 25 %. Le Royaume-Uni, le Luxembourg et l'Irlande se partagent équitablement les 37,5 % des opérations de F&Ats entrantes restantes.

2.2. Analyse des secteurs d'activités

Malgré la faiblesse du nombre des transactions des F&Ats entrantes dans notre 2e échantillon, les résultats de l'analyse géographique dans le Tableau 17 dénotent que la majorité

des acquéreurs sont des Holdings avec une part de 25 % du total des F&Ats sortantes, les sociétés de télécommunication accaparent également 25 %. Les acquéreurs qui opèrent dans les secteurs d'industrie alimentaire, des médias, des matériaux de construction et de l'industrie pharmaceutique se partagent équitablement 50 % des opérations de F&Ats sortantes.

La majorité des cibles marocaines sont des entreprises qui opèrent dans le secteur de la télécommunication (25 %). Cependant, d'autres secteurs comme l'assurance se taillent la part de 12,5 %, les prestations de services accaparent 12,5 %, de l'industrie alimentaire 12,5 %, les médias 12,5 %, les matériaux de construction 12,5 % et l'industrie pharmaceutique se taillent aussi 12,5 %. Nous constatons aussi que 50 % des opérations de F&Ats entrantes au Maroc sont des opérations de F&Ats horizontales et 50 % des opérations sont conglomérales.

2.3. Analyse de cotation boursière

Les entreprises acquéreuses étrangères sont majoritairement cotées, représentant ainsi 62,5 % de notre échantillon. Les entreprises cotées sur la Bourse de Paris constituent 25 % de l'échantillon, la Bourse de Londres accueille 12,5 % de notre échantillon des acquéreurs. Finalement, la Bourse d'Abu Dhabi accueille 25 % des acquéreurs étrangers.

Après avoir dressé l'état descriptif de notre 2^e échantillon objet d'étude. Nos principales conclusions sont que les acquéreurs marocains cotés privilégient davantage des cibles étrangères dans le continent africain, et particulièrement les entreprises qui opèrent dans le secteur des finances et de la télécommunication et qui ne sont pas cotées. Les acquéreurs étrangers sont majoritairement européens et cibles des entreprises marocaines qui opèrent dans le secteur des télécommunications, des services et d'autres secteurs diversifiés.

2.4. Analyse des déterminants de création de valeur dans les cibles marocaines

L'analyse descriptive des déterminants de création de valeur dans les cibles marocaines est présentée dans le Tableau 16. Nous mettons en exergue les résultats de notre analyse descriptive relative à la variable à expliquer RAMCs sur la fenêtre [-5, +5] et les variables de contrôle qui comprennent la performance économique du pays d'origine, à savoir, le pays d'origine développé, le pays d'origine émergent et le pays d'origine en voie de développement. Finalement, nous établissons l'analyse descriptive des différents déterminants (variables explicatives) comme la taille de la cible, l'expérience d'acquéreur étranger, le mandat du PDG

de l'entreprise acquéreuse, l'existence ou l'absence d'un secteur partagé entre l'entreprise acquéreuse et l'entreprise cible et finalement la qualité de protection des actionnaires minoritaires dans le pays hôte (le Maroc).

Pour la variable explicative, la moyenne des RAMCs [-5, +5] est de 0,0085 et l'écart-type est faible, ce qui explique que les données de la variable RAMCS ne sont pas trop dispersées. Cependant, le mode n'est pas déterminé suite à la non redondance des RAMCs [-5, +5] et des fourchettes moyennement larges [Min 0,00096935 ; Max 0,03004766].

L'analyse descriptive des variables de contrôle qui sont la catégorisation économique du pays dénote que pour les pays acquéreurs développés (Pdacq), la moyenne est de 0,625, ce qui dénote que 62,5 % de notre échantillon d'acquéreurs étrangers de cibles marocaines proviennent de pays développés. L'écart-type est jugé moyen vu que notre variable est muette et que le reste provient de pays émergents. Pour la deuxième variable de contrôle, à savoir le pays acquéreur émergent (Peacq), sa moyenne de 0,375 stipule que 37,5 % de notre échantillon provient de pays émergents, à savoir les EAU et l'Afrique du Sud. L'écart type est jugé moyen. Finalement, l'inexistence d'analyse descriptive relative à la variable des pays acquéreurs en voie de développement (Pvdcible) est simplement due à l'absence d'acquéreurs étrangers en provenance des pays en voie de développement. Finalement, les fourchettes [Min 0 ; 1 Max] pour les deux variables de contrôle (Pdacq) et (Peacq) résultent simplement de la nature des variables manipulées qui sont des variables muettes.

Pour la première variable explicative de la taille cible (T_cible), la moyenne est de 37,5 %. Cette moyenne stipule que la majorité des cibles marocaines sont des entreprises de grande taille. Le mode et la médiane de 0 indiquent également notre constat de moyenne, vu que la variable est muette. L'écart-type est important. La fourchette [Min 0 ; 1 Max] précise l'existence de grandes structures et d'autres de petite taille.

La deuxième variable explicative est la variable de l'expérience des acquéreurs étrangers exprimée en (Exp_Acq), la moyenne des antécédents d'acquisitions est de 2,125, l'écart-type est de 1,24, il est jugé un peu important. Le nombre des acquisitions le plus faible a été enregistré auprès d'Emirates Telecommunication Min 0.

La durée du mandat est en effet notre troisième variable explicative. La moyenne est de 3 ans et 8 mois, la fourchette [Min 2 ; 6 Max] indique que le nombre des années à minima dans

notre échantillon est afférente au PDG Al Abdooli d'Etisalat qui a occupé cette fonction depuis 2012.

La quatrième variable est celle du secteur partagé. L'analyse descriptive précise que la moyenne de 0,75 renseigne que les trois quarts des acquisitions entrantes au Maroc de notre échantillon ont eu lieu entre des entreprises qui opèrent dans un secteur commun. Ce constat est également appuyé par la médiane et le mode qui sont de 1.

Finalement, la dernière variable est relative au développement de la protection des investisseurs au Maroc. La moyenne de cet indice au Maroc entre 2005 et 2021 est de 48,87, le paramètre Min 26,3 a été enregistré en 2005 et le paramètre Max 60,66 a été enregistré en 2021..

Tableau 16 Analyse descriptive des déterminants de création de valeur dans les F&Ats entrantes

	Moyenne	Médiane	Mode	Ecart-type	Aplatissement	Asymétrie	Min	Max
RAMCs [-5, +5]	0,00852554	0,00290048	-	0,01056822	1,53747423	1,51975972	0,00096935	0,03004766
Pdacq	0,625	1	1	0,51754917	-2,24	-0,6440612	-	1
Peacq	0,375	-	-	0,51754917	-2,24	0,64406119	-	1
pvdacq	-	-	-	-	-	-	-	-
T_cible	0,375	-	-	0,51754917	-2,24	0,64406119	-	1
Exp_Acq	2,125	2	2	1,24642345	0,14649227	-0,304319	-	4
Mand_durée	3,875	4	5	1,45773797	-1,1871478	-0,0864699	2	6
Sec_partagé	0,75	1	1	0,46291005	-	-1,4401646	-	1
Protection	48,87	53,335	46,67	14,1468007	-0,9994389	-0,8209477	26,3	60,66

Tableau 17 Description des secteurs d'activité et de la répartition géographique relative au deuxième sous-échantillon relative à l'analyse de création de valeur

	Afrique de l'ouest										Afrique australe		Afrique de l'est		Afrique centrale				MENA				Europe				Total		%																															
	Benin	B. Faso	C. Ivoire	Guinée	Mali	Mauritanie	Niger	Senegal	Tchad	Togo	Angola	île Maurice	Kenya	Cameroon	Congo	Gabon	Tchad	Egypte	Tunisie	Liban	EAU	France	Luxembourg	Royaume-Uni	Ireland																																			
	E	S	E	S	E	S	E	S	E	S	E	S	E	S	E	S	E	S	E	S	E	S	E	S	E	S	E	S	E	S																														
ACQUEREURS																																																												
Extraction minière	-	-	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2	-	5,88																								
Assurance	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4	-	11,76																								
Bancaire	-	-	-	3	-	-	1	-	1	-	1	-	3	-	-	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	15	-	44,12																								
Prestations de service	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0	-	-																								
Holding	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	2	25	-																								
Industrie alimentaire	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	2	12,5	5,88																							
Medias	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-																							
Matériaux de construction	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	2	12,5	5,88																						
Industrie métallurgique	-	-	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	2,94																						
Industrie pharmaceutique	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-																						
Technologie	-	-	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-																					
Télécommunication	-	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2	-	-																					
Industrie Aluminium	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-																				
Total	1	1	5	-	1	-	2	-	1	-	1	-	4	-	1	-	1	-	1	-	1	-	1	-	1	-	1	-	1	-	1	-	3	1	-	8	34	100	100																					
CIBLES																																																												
Extraction minière	-	-	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2	-	5,88																					
Assurance	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4	-	12,5	11,76															
Bancaire	-	-	-	2	-	-	1	-	1	-	1	-	2	-	-	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	13	-	38,24														
Prestations de service	-	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2	-	12,5	5,88												
Holding	-	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	2,94											
Industrie alimentaire	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2	-	12,5	5,88										
Medias	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	12,5	-								
Matériaux de construction	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2	-	12,5	5,88								
Industrie métallurgique	-	-	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	2,94							
Industrie pharmaceutique	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	12,5	-				
Technologie	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0	-	-	-		
Télécommunication	-	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2	-	-	25	17,65	
Industrie Aluminium	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	2,94
Total	-	1	-	1	-	5	-	1	-	2	-	1	-	1	-	1	-	1	-	1	-	1	-	1	-	1	-	1	-	1	-	1	-	3	1	-	8	34	100	100																				

E : fait référence aux F&Ats entrantes au Maroc ; S : fait référence aux F&Ats sortantes du Maroc

Section 2. Résultats de la méthode d'événement et de la régression transversale

Cette deuxième section approche les résultats issus de la méthode d'événement de Fama et al. (1969) et de la régression transversale utilisée par plusieurs chercheurs dans le cadre de l'étude de l'influence des déterminants de création de valeur sur les RAs, RAMs, RAMCs lors de l'annonce de la F&A.

La première sous-section dénote les résultats afférents à la méthode d'événement à travers le calcul des RAs, RAMs, RAMCs. Ces différents rendements anormaux permettent de calculer l'existence d'une création ou destruction de richesse boursière lors de l'annonce de l'opération de F&A ainsi que de détecter des fuites d'information. L'annonce est le moment où les détails de l'opération de F&A sont rendus publics et en observant la réaction du marché qui se réfère aux changements dans les marchés financiers suite à cette annonce.

La seconde sous-section traite les résultats de la régression transversale. Cette régression vise à étudier l'influence des déterminants de l'entreprise et des déterminants du pays hôte sur la création de valeur boursière. Nous passons en examen l'influence des déterminants micro (relatif à l'entreprise) et macro (relatif au pays d'accueil) sur la création de richesse. Les résultats de l'influence de ces déterminants comme cités sont obtenus à travers une régression transversale paramétrée par la (MCO). Cette régression a été largement utilisée par la communauté scientifique dans les études de l'influence de l'annonce de la F&A sur les RAs, RAMs et les RAMCs (voir par exemple, Arik et Kutan, 2015 ; Aybar et Ficici, 2009 ; Bhagat et al., 2011; Erel et al., 2012; Shetty et al., 2019).

1. Résultats de la méthode d'événement

Les résultats de la méthode d'événement sont présentés à travers trois principaux modèles, à savoir le modèle ajusté à la moyenne, le modèle ajusté au marché et finalement le modèle du marché. Les trois modèles sont utilisés dans le but de connaître les variations des RAs et des RAMCs sur les différentes fenêtres choisies.

Le choix des trois modèles est justifié par l'étude de Delaney et Wamuziri (2004) et de Reddy, Qamar et Yahanpath (2019) qui voient dans la comparaison des résultats un élément fondamental et enrichissant davantage de la littérature. Cependant, le modèle le plus pertinent et crédible retenu est celui du modèle de marché, car il octroie plusieurs avantages, notamment la correction des problèmes d'hétéroscédasticité, d'autocorrélation, d'élimination d'autres rendements incorporés dans les rendements de marché. Le modèle de marché suppose l'existence d'une distribution normale (Armitage, 1995; MacKinlay, 1997) et attribue le rendement à deux composantes, le risque systémique (relation linéaire entre les rendements du titre et ceux du marché) et le risque non systémique (spécifique à l'entreprise) (Delaney et Wamuziri, 2004 ; Francoeur, 2003, p. 71).

La communauté scientifique exploite fréquemment les rendements moyens pour les actionnaires des sociétés acquéreuses et acquises pour le calcul de la création de richesse (Mueller et Sirower, 2003). Les rendements moyens permettent de détecter les fuites d'informations et devraient être presque nuls jusqu'à la date d'annonce au cas où le marché n'aurait pas anticipé l'évènement (Martinez, 1994). A cet égard, les RAMCs et les statistiques de test sont présentés pour chaque fenêtre d'évènement.

Nous sommes en face de l'étude de plusieurs instances⁷⁴, les quantités respectives sont moyennées entre les instances pendant la fenêtre d'évènement. Le Test-t est un test paramétrique, simple et sensible à la volatilité transversale induite par des événements, également sensible aux écarts par rapport à la normalité.

1.1. Résultats de création de valeur pour les acquéreurs marocains

Le Tableau 18 indique les résultats afférents aux RAMCs sur les différentes fenêtres choisies, à savoir les fenêtres [-5, -1] ; [-1, +1] ; [-5, +5] et pour les différents modèles, à savoir le modèle ajusté à la moyenne, le modèle ajusté au marché et le modèle du marché.

Selon le Tableau 18, le test de student est très significatif pour le modèle ajusté à la moyenne dans une seule fenêtre [-1, +1]. Le test de student est également très significatif pour le modèle ajusté au marché dans trois fenêtres [-1, +1], [-5, +5] et significatif dans la fenêtre [-5,-1]. Pour le modèle du marché qui est le plus idéal et le plus utilisé par les chercheurs, le test de student

⁷⁴ Un événement donné pour une entreprise donnée

est très significatif pour les deux fenêtres [-1, +1], [-5, +5] et faiblement significatif pour la fenêtre [-5,-1].

D'après le modèle ajusté à la moyenne, pour les actionnaires des entreprises acquéreuses marocaines, les tests ajustés du RAMC (1,9 %) sur la fenêtre d'événement de 3 jours sont très significativement positifs au niveau de 1 %. Ce résultat indique que si un investisseur achète une action d'une entreprise marocaine qui réalise des acquisitions à l'étranger un jour avant l'annonce de l'opération de F&A et la conserve un jour après l'annonce de l'opération, il réalisera un gain moyen cumulé substantiel de 1,9 %.

D'après le modèle ajusté marché, pour les actionnaires des entreprises acquéreuses marocaines, les tests ajustés du RAMC (1,1 %) sur la fenêtre de sept jours sont significativement positifs au niveau de 5 %. Ce résultat dénote que si un investisseur achète une action d'une entreprise marocaine qui réalise des acquisitions à l'étranger cinq jours avant l'annonce de l'opération de F&A et la conserve à un jour avant l'annonce de l'opération de F&A réalisera un gain moyen cumulé substantiel de 1,1 %. D'un autre côté, les tests ajustés du RAMC (1,6 %) sur la fenêtre de trois jours sont très significativement positifs au niveau de 1 %. Dans ce sens, tout achat d'action dans les entreprises marocaines un jour avant l'annonce et la conservation un jour après l'annonce générera en conséquence un gain moyen cumulé de 1,6 %. Les tests ajustés du RAMC (1,9 %) sur la fenêtre de onze jours sont très significativement positifs au niveau de 1 %. Ce résultat montre que l'achat d'une action cinq jours avant l'annonce de la F&A et la conservation cinq jours après l'annonce générera en conséquence un gain moyen cumulé d'approximativement 1,9 %.

En estimant la création de valeur grâce aux modèles du marché, la première fenêtre est faiblement significative avec un t-test de 0,011. Cependant, les deux autres fenêtres [-1, +1], [-5, +5] sont très significatives. Les tests ajustés du RAMC 1,7 % de la première fenêtre de trois jours dénotent, d'après le résultat très significatif du t-test à 1 %, que si les investisseurs achètent un jour avant l'annonce, ils peuvent générer, un gain moyen cumulé important de 1,7 %. Finalement, les tests ajustés du RAMC 2,2 % sur la fenêtre d'événement de onze jours sont hautement significatifs et positifs au niveau de 1 %. Ce résultat informe que si un investisseur achète une action d'une entreprise marocaine qui fait des acquisitions à l'étranger cinq jours avant l'annonce d'opération de F&A et la conserve cinq jours après l'annonce de l'opération, il réalisera un gain moyen cumulé substantiel.

L'existence de RAMCs faiblement significatifs et de RAMCs significatifs, respectivement dans le modèle du marché et dans le modèle ajusté au marché dans la fenêtre [-5, -1], renseigne sur la probabilité de fuites d'information avant l'annonce de l'opération de F&At. L'ensemble des scénarios sont cités dans la sous-section relative à l'analyse et discussion des résultats de création de valeur chez les actionnaires d'entreprises marocaines acquéreuses. Le Tableau 18 présente les résultats des RAMCS relatifs aux acquéreurs marocains sur trois fenêtres [-5, -1], [-1, +1] et finalement [-5, +5].

D'après le Tableau 18, la période de pré-annonce [-5, -1], nous concluons que, premièrement, pour le modèle du marché, la fenêtre d'événement [-5, -1] dénote des RAMs positifs pour les jours -5, -4, -3, -2, -1. Cependant, la fenêtre du RAMC [-5, -1] dégage un résultat de 1,1 % faiblement significatif. Deuxièmement, le modèle ajusté au marché affiche un résultat significatif [-5, -1] qui conclut l'existence de fuites d'information. Troisièmement, le modèle ajusté à la moyenne ne suppose en aucun cas l'existence de fuites d'information. Nous concluons, dans ce sens et en vertu du modèle de marché, l'existence d'une fuite d'information avec un faible seuil de significativité, voire son absence, à cause des sanctions et des procédures de contrôle draconiennes du gendarme de la Bourse (AMMC).

Tableau 18 RAMCs des acquéreurs marocains dans les F&Ats sortantes

Fenêtre d'événement	RAMC	Test t (Student)	Médiane	Écart-type	Nb
Panel A : Acquéreurs					
Modèle ajusté à la moyenne					
(-5,-1)	0,006	1,004	-0,001	0,033	34
(-1,+1)	0,019	3,223***	0,011	0,034	34
(-5,+5)	0,012	1,544	0,005	0,046	34
Modèle ajusté au marché					
(-5,-1)	0,011	2,139**	0,01	0,029	34
(-1,+1)	0,016	2,811***	0,011	0,034	34
(-5,+5)	0,019	2,774***	0,012	0,039	34
Modèle du marché					
(-5,-1)	0,011	1,962*	0,005	0,033	34
(-1,+1)	0,017	2,904***	0,009	0,033	34
(-5,+5)	0,022	2,773***	0,018	0,047	34
* , ** , *** correspondent aux niveaux de signification 10%, 5% et 1%.					

Comme cité, nous retenons comme modèle de référence, le modèle du marché suite à sa performance et à son efficacité par rapport aux autres modèles. Le Tableau 19 précise les résultats obtenus à travers ce modèle en retenant les RAMs et les RAMCs. En outre, le Graphique 9 illustre leurs évolutions sur la fenêtre [-15, +15].

D'après le Tableau 19, lors de la période de pré-annonce [-15, -1], les RAMs sont majoritairement positifs et les RAMCs sont majoritairement négatifs. Au jour de l'annonce (J=0) le RAM est positif et le RAMC est négatif. La période post-annonce [+1, +15] est caractérisée par des RAMs majoritairement négatifs et des RAMCs totalement positifs. Nous constatons qu'à partir du jour de l'annonce, les RAMCs deviennent tous positifs et dépassent les RAMS comme démontré dans le Graphique 9.

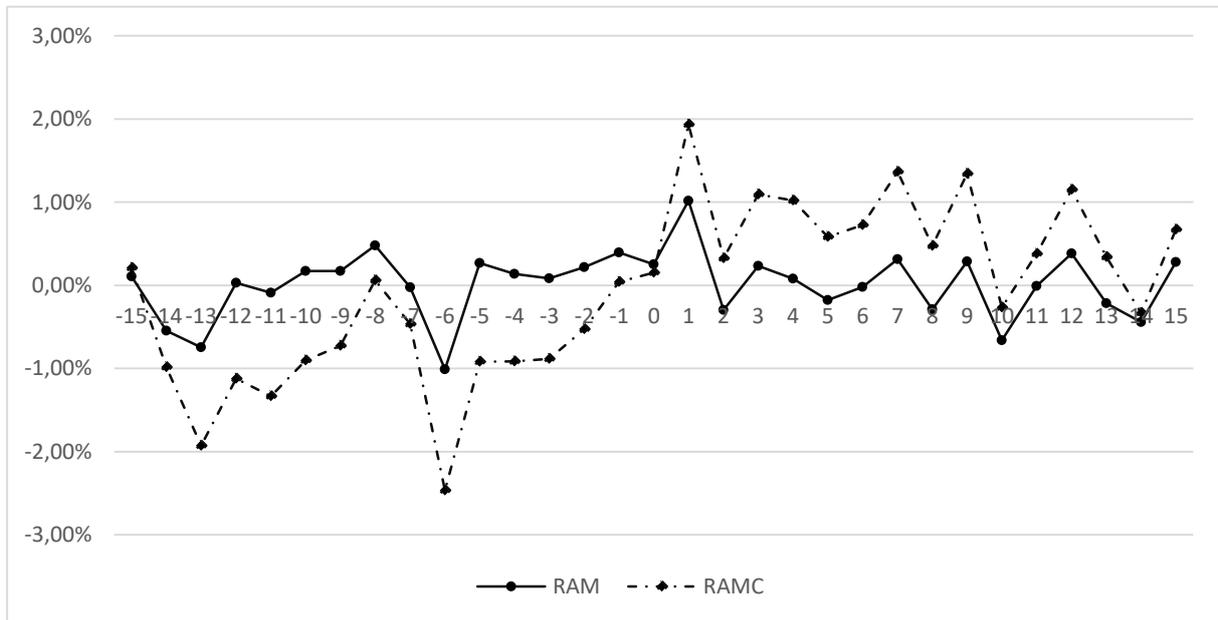
Tableau 19 . T-statistique pour les RAMs et les RAMCs des acquéreurs marocains (Modèle de marché)

Jours	RAMs	Ecart-type	T-test	RAMCs
- 15	0,11%	0,024494675	0,250238572	0,11%
- 14	-0,54%	0,023433297	-1,35356376	-0,44%
- 13	-0,75%	0,016724993	-2,597422222	-1,18%
- 12	0,03%	0,01628902	0,110527918	-1,15%
- 11	-0,09%	0,017775265	-0,297318704	-1,24%
- 10	0,17%	0,012124468	0,822149081	-1,07%
- 9	0,17%	0,022785879	0,443653362	-0,90%
- 8	0,48%	0,020455579	1,368202682	-0,42%
- 7	-0,02%	0,023604684	-0,057905547	-0,44%
- 6	-1,01%	0,02314271	-2,550136106	-1,45%
- 5	0,27%	0,022211734	0,704314953	-1,19%
- 4	0,14%	0,025645259	0,309246537	-1,05%
- 3	0,08%	0,019836045	0,246179995	-0,97%
- 2	0,22%	0,014811857	0,864453514	-0,75%
- 1	0,39%	0,020134537	1,142610577	-0,35%
Jour de l'annonce	0,25%	0,023245133	0,634475958	-0,10%
+ 1	1,02%	0,021489417	2,761355397	0,92%
+ 2	-0,30%	0,018199534	-0,946346647	0,62%
+ 3	0,23%	0,013901594	0,984773973	0,86%
+ 4	0,08%	0,015475562	0,3063471	0,94%
+ 5	-0,18%	0,01838959	-0,563421136	0,76%
+ 6	-0,02%	0,018721896	-0,056437244	0,74%
+ 7	0,31%	0,022148789	0,822841336	1,06%
+ 8	-0,29%	0,013951851	-1,208390895	0,77%
+ 9	0,29%	0,014558145	1,158093267	1,06%
+ 10	-0,66%	0,016136578	-2,389915093	0,39%
+ 11	-0,01%	0,018345396	-0,023784828	0,39%
+ 12	0,38%	0,015571969	1,43518423	0,77%
+ 13	-0,21%	0,017946091	-0,696707334	0,56%
+ 14	-0,44%	0,018318757	-1,408415193	0,11%
+ 15	0,28%	0,01813094	0,895978327	0,39%

L'analyse statistique du RAMC est une analyse statistique utile qui s'ajoute au rendement anormal moyen, car il nous permet de nous faire une idée de l'effet global des RAs. Le Graphique 9 montre les RAMC sur une fenêtre de [-15, +15] pour les entreprises acquéreuses, où 0 indique le jour de l'annonce de l'opération de F&At. Les RAMs et les RAMCs et la fenêtre ont été extraites du Tableau 19.

Le Graphique 9 et le Tableau 19 en premier, une fuite d'information faiblement significative à un jour avant l'annonce de l'opération de F&At (jour 0) et en deuxième lieu, qu'en moyenne

l'annonce de l'opération F&At par un acquéreur marocain a un effet positif sur la richesse actionnariale de l'entreprise acquéreuse marocaine pour les deux fenêtres [-1, +1] et [-5, +5].



Graphique 9 Evolution des RAMs et des RAMCs dans le modèle de marché auprès des actionnaires d'entreprises acquéreuses marocaines

1.2. Résultats de création de valeur pour les cibles marocaines

Nos résultats ne corroborent pas avec ceux fournis par la vaste littérature sur la création de richesse chez les entreprises cibles dans les opérations de F&As. Nos résultats confirment l'existence des RAMCs positifs, mais non significatifs dans le Tableau 20. Les résultats relatifs aux RAMCs des entreprises cibles marocaines qui figurent sur le Tableau 20, dénotent aussi que les entreprises cibles marocaines créent de la valeur, mais de façon non significative dans la fenêtre de pré-annonce [-5, -1] pour les trois modèles, à savoir le modèle ajusté à la moyenne, le modèle ajusté au marché et le modèle du marché.

En dépit de leur faible significativité, nous considérons que ces résultats pour les trois modèles suggèrent l'existence de fuites d'information durant la pré-annonce de l'opération de F&At mettant en jeu une entreprise cible marocaine cotée sur la BVC avec un acquéreur étranger. L'ensemble des résultats de faible significativité qui sont exposés ci-dessous, se limitent uniquement et exclusivement à la période de pré-annonce, c'est-à-dire la période connue par l'existence des délits d'initié et des fuites d'information.

D'après le modèle ajusté à la moyenne, pour les actionnaires des entreprises cibles marocaines, les tests ajustés du RAMC 2 % sur la fenêtre d'événement de cinq jours avant l'annonce sont positifs au niveau de significativité de 10 %. Ce résultat suggère que si un investisseur achète une action d'une entreprise cible marocaine avant l'annonce d'une F&At de cinq jours et la garde un jour avant l'annonce de l'opération, il réalisera un gain moyen cumulé de 2 %.

Selon le modèle ajusté au marché, pour les actionnaires des entreprises cibles marocaines, les tests ajustés du RAMC 2 % sur la fenêtre d'événement de cinq jours avant l'annonce sont positifs, mais faiblement significatifs au niveau de 10 %. Ce résultat suggère que si un investisseur achète une action d'une entreprise cible marocaine avant l'annonce d'une F&At de cinq jours et la garde jusqu'à un jour avant l'annonce de l'opération, il réalisera un gain moyen cumulé de 2 %.

Finalement, le modèle du marché qui est le modèle le plus pour les actionnaires des entreprises cibles marocaines, les tests ajustés du RAMC 2,2 % sur la fenêtre d'événement de cinq jours avant l'annonce sont faiblement significatifs positifs au niveau de 10 %. Ce résultat suggère que si un investisseur achète une action d'une entreprise cible marocaine avant l'annonce d'une F&At de cinq jours et la garde jusqu'à un jour avant l'annonce de l'opération, il réalisera un gain moyen cumulé de 2,2 %.

Tableau 20 RAMCs des cibles marocaines dans les F&Ats entrantes

Fenêtre d'événement	RAMC	Test t (Student)	Médiane	Écart-type	Nb
Panel B : Cibles					
<i>Modèle ajusté à la moyenne</i>					
[-5, -1]	0,02	2,075*	0,016	0,027	8
[-1, +1]	0,023	0,443	-0,01	0,144	8
[-5, +5]	0,047	0,866	0,024	0,152	8
<i>Modèle ajusté au marché</i>					
[-5, -1]	0,02	1,980*	0,023	0,029	8
[-1, +1]	0,032	0,651	-0,007	0,137	8
[-5, +5]	0,064	1,228	0,018	0,147	8
<i>Modèle de Marché</i>					
[-5, -1]	0,022	2,133*	0,025	0,029	8
[-1, +1]	0,035	0,724	-0,008	0,137	8
[-5, +5]	0,071	1,385	0,032	0,146	8
*, **, *** correspondent aux niveaux de signification 10%, 5% et 1%.					

Le Tableau 21 montre les différents résultats des RAMs et des RAMCs sur la fenêtre [-15, +15]. Nous constatons que les RAMs sont équilibrées entre des données positives et négatives. Cependant, l'ensemble des RAMCs sont tous positifs. Le jour d'annonce est marqué par un

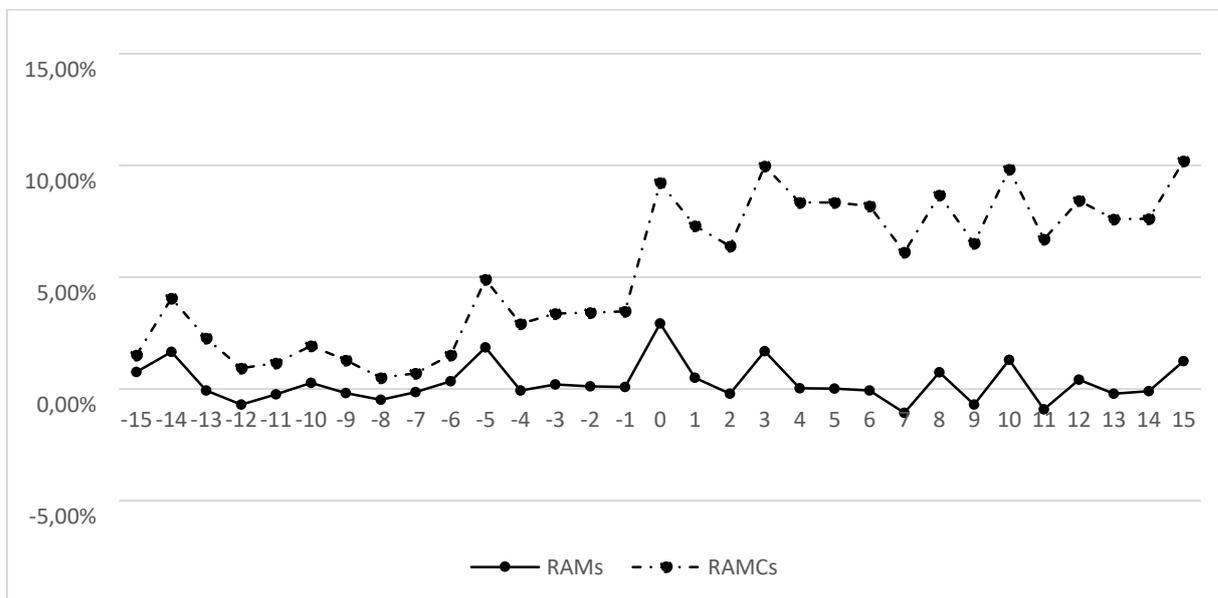
RAM positif et un RAMC négatif. Nous constatons que la fenêtre [-5, -1] dégage une somme cumulée de 2,21 %. Ces RAMs sont faiblement significatives avec un T-test de 2,133 et un écart type de 0,029.

Tableau 21 T-statistique pour les RAMs et les RAMCs des cibles marocaines (Modèle de marché)

Jours	RAMs	Ecart-type	T-test	RAMCs
-15	0,76%	0,03749568	0,570948615	0,76%
-14	1,65%	0,034339371	1,359339977	2,41%
-13	-0,07%	0,012567443	-0,151061887	2,34%
-12	-0,71%	0,013812618	-1,446480255	1,63%
-11	-0,24%	0,008249643	-0,810915674	1,40%
-10	0,27%	0,018890093	0,399111179	1,66%
-9	-0,19%	0,007799841	-0,697663965	1,47%
-8	-0,49%	0,015659019	-0,876842956	0,99%
-7	-0,14%	0,007284378	-0,55142052	0,84%
-6	0,34%	0,011130603	0,855784344	1,18%
-5	1,86%	0,034793681	1,509785195	3,04%
-4	-0,06%	0,013138952	-0,139285122	2,97%
-3	0,20%	0,008613092	0,647468315	3,17%
-2	0,12%	0,016121997	0,20758427	3,29%
-1	0,09%	0,033796847	0,074416755	3,38%
Jour de l'annonce	2,92%	0,041844977	1,975688957	6,30%
1	0,50%	0,085822725	0,164517889	6,80%
2	-0,21%	0,037102123	-0,158707905	6,59%
3	1,69%	0,023513042	2,031577971	8,28%
4	0,03%	0,007040043	0,108438559	8,31%
5	0,01%	0,018828914	0,020434294	8,32%
6	-0,07%	0,020443887	-0,091852167	8,25%
7	-1,07%	0,037076944	-0,815220554	7,19%
8	0,74%	0,018835902	1,115449845	7,93%
9	-0,71%	0,024967594	-0,800873038	7,22%
10	1,30%	0,019774122	1,858110249	8,52%
11	-0,91%	0,025153086	-1,023180877	7,61%
12	0,41%	0,011602453	0,996133447	8,02%
13	-0,21%	0,012555728	-0,468465445	7,81%
14	-0,10%	0,01032469	-0,265198536	7,71%
15	1,24%	0,024178311	1,451626301	8,96%

Les RAMCs qui dénotent l'effet global des rendements anormaux. Le Graphique 10 montre les RAMCs sur une fenêtre de [-15 ; +15] pour les entreprises cibles, où 0 indique le jour de l'annonce de l'opération de F&At. Le Graphique 10 suggère, en premier, une fuite d'information non significative à un jour avant l'annonce de l'opération de F&At (jour 0) et qu'en moyenne l'annonce de l'opération F&At par avec une cible marocaine n'a aucun effet positif et significatif sur la richesse actionnariale de l'entreprise cible marocaine. Nous constatons à partir du Graphique 10 que les écarts entre les RAMs et les RAMCs sont importants sur toute la fenêtre dans le modèle du marché.

Nous concluons, à partir des résultats du Tableau 20, Tableau 21 et du Graphique 10, l'absence d'une richesse créée de manière significative dans la fenêtre [-15, +15]. Cependant, la richesse est faiblement significative sur la fenêtre [-5, -1].



Graphique 10 Evolution des RAMs et des RAMCs dans le modèle de marché auprès des actionnaires d'entreprises cibles marocaines

2. Résultats des déterminants de création de valeur

Généralement, pour l'analyse de l'influence des déterminants relatifs à l'entreprise, au deal et au pays sur la création de valeur, la communauté scientifique recommande l'utilisation de la régression transversale, comme cité au début de cette deuxième section. Nous présentons dans nos résultats des déterminants de création de valeur pour les entreprises acquéreuses d'abord et pour les entreprises cibles marocaines ensuite.

Dans la majorité des études qui traitent la création de valeur, l'analyse des déterminants qui la créent est fondamentale. Cependant, de nombreuses études, notamment dans le contexte des pays en voie de développement, échappent à cette analyse à cause de l'absence des données afférentes soit aux pays, soit à l'entreprise ou bien à la transaction.

Avec la digitalisation récente de plusieurs institutions internationales, les données sur les pays commencent à être disponibles, particulièrement lors de cette dernière décennie. Cependant, les données des grandes structures privées ne sont pas encore disponibles. Par exemple, Zephyr et Refinitiv ne donnent pas de détail sur certains montants de transactions, la

méthode de paiement ainsi que des indicateurs comptables très critiques, à savoir l'EBITDA (EBE en français), le ROA et le ROE.

2.1. Résultats afférents aux actionnaires acquéreurs

Notre étude de régression transversale s'articule autour de deux sous-échantillons distincts. Le premier sous-échantillon concerne les entreprises acquéreuses opérant dans divers secteurs. Le second sous-échantillon se concentre sur l'analyse transversale des déterminants des entreprises acquéreuses opérant spécifiquement dans le secteur bancaire. Contrairement à la première investigation portant sur les déterminants de localisation, la démarche de cette analyse découle de trois motivations distinctes. La première est relative à la taille des entreprises bancaires dans l'échantillon. Deuxièmement, les variations des données relatives aux variables explicatives vis-à-vis la variable dépendante. Finalement, les RAMCs très critiques des entreprises bancaires.

Dans ce sens, le premier point sera destiné à l'analyse de l'influence significative de certaines variables explicatives sur les RAMCs de toutes les entreprises acquéreuses marocaines dans notre sous-échantillon et le deuxième point est alloué à l'analyse de l'influence significative des variables explicatives sur les RAMCs des banques acquéreuses marocaines.

2.1.1. Résultats des déterminants du sous-échantillon global

Notre analyse de l'ensemble de l'échantillon fait apparaître des influences significatives de l'expérience de l'acquéreur et de la protection des investisseurs. Nous détaillons ci-après les différents résultats du degré d'influence et le signe (+/-).

L'expérience des acquéreurs (Expér-Acqu) exerce une influence positive dans le premier modèle (M1) et dans le troisième modèle (M3). L'influence de l'Expérience des acquéreurs est jugée très significative dans le deuxième modèle (M2).

Dans ce sens, l'influence de l'expérience de l'acquéreur (Expér-Acqu) varie entre 0,006 et 0,001. Les coefficients sont hautement significatifs dans le deuxième modèle (M2), significatifs dans le premier modèle (M1) et le troisième modèle (M3). À cet égard, plus l'expérience de l'acquéreur augmente de 1, plus il crée de la valeur pour ses actionnaires à hauteur de 0,1 % de RAC [-5, +5] des F&Ats sortantes.

L'influence de la protection des investisseurs (Protec_Inv_min) est jugée significative. Cependant, le coefficient varie entre -0,002 et 0,002. À cet égard, plus le pays augmente sa notation de protection des investisseurs de 1, plus les RACs sur la fenêtre [-5, +5] réalisées par l'acquéreur marocain augmente de 0,2%. Toutefois, les coefficients changent de signe d'influence en y ajoutant les variables de contrôle.

Tableau 22 Résultats des déterminants de création de valeur du sous échantillon global

Variables	M1	M2	M3	M4
<i>Cib_pd</i>	-	0.207 (0.003)	-	-
<i>Cib_pe</i>	-	-	0.924 (-0.0002)	-
<i>Cib_pvd</i>	-	-	-	0.274 (-0.002)
<i>Taille cible</i>	0.195 (-0.002)	0.169 (-0.002)	0.222 (-0.002)	0.149 (-0.002)
<i>Expér-Acqu</i>	0.012** (0.006)	0.008*** (0.001)	0.014** (0.001)	0.012** (0.001)
<i>Mdt_Dir</i>	0.321 (0.001)	0.207 (-0.000)	0.353 (-0.000)	0.212 (-0.000)
<i>Sec_part</i>	0.325 (0.002)	0.181 (0.003)	0.332 (0.002)	0.233 (0.002)
<i>Protec_Inv_min</i>	0.021** (0.002)	0.018** (-0.000)	0.024** (-0.002)	0.018** (-0.002)
<i>Constante</i>	0.030 (0.008)	0.043 (0.008)	0.037 (0.0085)	0.017 (0.010)
Moyenne du VIF	1.11	1.17	1.14	1.14
R-carré	0.256	0.020	0.370	0.370
AIC	-279.760	-279.800	-277.771	-279.270
BIC	-270.601	-269.115	-267.086	-268.612
Observations	34	34	34	34

*, **, *** correspondent aux niveaux de signification 10%, 5% et 1%.

2.1.2. Résultats des déterminants du sous-échantillon bancaire

Avant la présentation de nos résultats relatifs à l'analyse des acquisitions transfrontalières bancaires marocaines, il est important de noter l'absence littérale de cibles étrangères situées dans les pays développés. Cependant, la majorité des cibles sont situées dans des pays en développement, suivies d'une minorité dans les pays émergents.

Notre analyse de l'échantillon bancaire dénote l'influence significative de la taille de la cible, de la durée de mandat du PDG, de la protection des investisseurs minoritaires. Toutefois, l'influence du secteur partagé est moins significative. Les résultats de l'analyse transversale des déterminants de création de valeur pour le sous-échantillon bancaire qui figure sur le Tableau 23 dénote que :

La taille de la cible exerce une influence négative, mais faiblement significative dans le septième modèle (M7) et le huitième modèle (M8) pas significative. En outre, la taille de la cible exerce une influence significative pour le cinquième (M5) et le sixième modèle (M6).

Le coefficient de la taille de la cible (T_cible) est négatif et il est compris entre -0,003 et -0,002. C'est-à-dire que quand la taille de la cible étrangère est petite, les acquéreurs bancaires connaissent une baisse de leurs RACs estimés à 0,3 % dans la fenêtre [-5, +5].

Pour la deuxième variable explicative significative qui est relative au mandat du PDG (mand_PDG). Nous constatons que cette variable exerce une influence négative très significative pour les quatre modèles (M5), (M6), (M7), (M8). Le coefficient de cette variable fluctue entre -0,001 et -0,007. À cet égard, plus le mandat du PDG augmente de 1, plus les RAs sur la fenêtre [-5, +5] baisse de 0,7 %.

Tableau 23 Résultats des déterminants de création de valeur des acquéreurs bancaires marocains

Variables	M5	M6	M7	M8
<i>Cib_pd</i>	-	0.000	-	-
	-	0.000	-	-
<i>Cib_pe</i>	-	-	0.676	-
	-	-	(0.008)	-
<i>Cib_pvd</i>	-	-	-	0.838
	-	-	-	(0.000)
<i>Taille cible</i>	0.033**	0.033**	0.053*	0.056*
	(-0.003)	(-0.0026)	(-0.030)	(-0.002)
<i>Expér-Acqu</i>	0.489	0.489	0.638	0.511
	(0.000)	(-0.001)	(0.001)	(0.001)
<i>Mdt_PDG</i>	0.000***	0.000***	0.001***	0.001***
	(-0.001)	(-0.001)	(-0.007)	-0.001
<i>Sec_part</i>	0.086*	0.086*	0.195	0.109
	(0.003)	(0.003)	(0.002)	(0.003)
<i>Protec_Inv_min</i>	0.001***	0.001***	0.003**	0.003**
	(-0.000)	(-0.004)	(-0.004)	(-0.000)
<i>Constante</i>	0.000	-	0.000	0.001
	(0.022)	-	(0.022)	(0.022)
Moyenne du VIF	1.33	1.33	1.83	1.61
R-carré	0.911	0.911	0.913	0.911
AIC	-136.766	-136.766	-135.140	-134.856
BIC	-132.931	-132.931	-130.667	-130.382
Observations	14	14	14	14
*, **, *** correspondent aux niveaux de signification 10%, 5% et 1%.				

La variable explicative du secteur partagé exerce une influence positive, mais faiblement significative. Dans deux modèles, à savoir le cinquième modèle (M5) et le sixième modèle (M6). Pour le coefficient de cette variable, il est de 0,003. En effet, plus l'acquéreur et la cible opère dans un secteur partagé, plus les RACs augmente de 0,3% dans la fenêtre [-5, +5].

Finalement, la dernière variable de la protection des actionnaires minoritaires, cette dernière est significative dans les quatre modèles, à savoir M5, M6, M7, M8. Le coefficient de cette variable est négatif et il est compris entre -0,0001 et -0,004. À cet égard, plus le pays est doté d'une protection juridique des actionnaires minoritaires, plus les RAs se dégradent de 0,4 % dans la fenêtre [-5, +5].

2.2. Résultats afférents aux actionnaires cibles

Cette sous-section relative à l'analyse des déterminants de création de valeur met en évidence l'influence des déterminants micro (voir par exemple, Taille cible, Expérience d'acquéreur, durée de mandat du PDG, secteur partagé) et macro (voir par exemple, protection des investisseurs dans le pays hôte) sur la création de valeur dans les entreprises cibles. Toutefois, comme cité dans la section ci-dessous, la création de valeur n'est pas significative sur la fenêtre [-5, +5], ni sur la fenêtre [-1, +1] mais faiblement significative sur la fenêtre de pré-annonce [-5, -1]. Malheureusement, nous ne pouvons effectuer une analyse de création de valeur sur la pré-annonce pour deux raisons. Premièrement, absence de revue de littérature dans ce sens. Deuxièmement, les résultats de la méthode d'événement relative à cette fenêtre se fait exclusivement dans le cadre de l'analyse des fuites d'information vu que le jour d'annonce ($J=0$) n'est pas inclus dans la fenêtre.

Nous avons effectué notre analyse dans le cadre de l'examen de la création de valeur positif mais pas significative. Comme mentionné dans le Tableau 20 qui détermine un RAMC positif de 0,071 et un Test t (Student) de 1,385. Dans ce sens nous essayons dans cet analyse de vérifier l'influence des déterminants sur la création de valeur non significative auprès des cibles marocaines.

D'après le Tableau 24, la première variable explicative a une influence faiblement significative pour les deux premières modèles (M1), (M2) et (M3). Le coefficient de la première variable explicative (T_{cible}) fluctue entre 0,024 et 0,034. Cela signifie que quand la taille de cible augmente de 1 le RAMC dans la fenêtre [-5, +5] augmente de 3,4%.

La deuxième variable explicative relative au mandat du PDG (Mdt_PDG) indique une association négative faiblement significative dans le deuxième modèle (M2) et une association négative fortement significative dans le troisième modèle (M3). En effet le coefficient varie entre -0.034 et -0.035. Dans ce sens, plus le mandat du PDG de l'acquéreur augmente de 1 plus le RAMC de la société cible baisse de 3.5% dans la fenetre [-5, +5].

La dernière variable ayant une influence significative sur les RAMCs de la cible est la protection des investisseurs avec un degré significative dans le dernier modèle (M3) avec un coefficient positif de 0,00078. Dans ce sens plus le Maroc assure à travers sa réglementation une augmentation d'une unité ou de 1 dans la protection des investisseurs minoritaires, plus les RAMCs des actionnaires cible augmente de 0,078% sur la fenetre [-5, +5].

Tableau 24 Résultats des déterminants de création de valeur dans les entreprises cibles marocaines

Variables	M1	M2	M3
Acq_pd	-	0.180	-
	-	(0.0493683)	-
Acq_pe	-	-	0.007
	-	-	(-0.0612248)
T_cible	0.097*	0.088*	0.003***
	(0.02514)	(0.0241345)	(0.0336192)
Expér-Acqu	0.254	0.377	0.142
	(0.0132972)	0.0092404	(0.0079546)
Mdt_PDG	0.104	0.084*	0.007***
	(-0.0343107)	(-0.034434)	(-0.0354708)
Sec_part	0.510	0.393	0.247
	(0.0321125)	(0.0378015)	(0.0252091)
Protec_Inv_min	0.291	0.236	0.028**
	(0.0006626)	(0.0006807)	(0.0007787)
Constante	0.229	0.544	0.013
	(.0693451)	(0.0326748)	(0.0901535)
Moyenne du VIF	4.94	4.64	4.84
R-carré	0.7191	0.8305	0.9623
AIC	-38.74059	-42,30039	-58.82754
BIC	-36.35321	-39.51512	-56.04227
Observations	8	8	8

* , ** , *** correspondent aux niveaux de signification 10%, 5% et 1%.

Les conclusions de notre analyse de régression transversale sont les suivantes :

- Les RAMCs des acquéreurs marocains sont influencés de façon positive et significative par l'expérience des acquéreurs en termes de F&Ats et par la protection des des investisseurs minoritaires dans le pays d'accueil. Les RAMCs des banques acquéreuses marocaines sont influencées négativement et significativement par la taille de la cible et de façon très significative et négative par le mandat du PDG et la protection des investisseurs dans le pays d'accueil. Cependant, les secteurs d'activité partagés entre l'acquéreur et la cible influencent les RAMCS des banques marocaines acquéreuses de façon positive mais non significative.
- Les RAMCs des cibles marocaines sont influencées positivement et de façon très significative, négativement et de façon très significative par le mandat du PDG. Cependant, la protection des investisseurs dans le pays hôte exerce une influence positive et significative.

Section 3. Analyse et discussion des résultats

Les recherches portant sur la création de valeur sont généralement suivies d'une analyse des déterminants qui exercent une influence sur ce processus. Dans cette perspective, cette étude adopte une structure séquentielle. Tout d'abord, nous examinons les résultats obtenus par le biais de la méthode d'événement pour le calcul de la création de valeur. Ensuite, nous approfondissons notre compréhension de cette création à travers l'analyse et la discussion des déterminants issus de notre analyse de régression transversale.

L'objectif sous-jacent à cette structuration méthodique est de permettre une interprétation, une contextualisation et une compréhension approfondie des résultats obtenus, contribuant ainsi à la formulation de conclusions éclairées.

1. Analyse et discussion des résultats de la création de valeur

Avant d'entamer la discussion des résultats, il convient de rappeler que nos résultats valident l'hypothèse (H14a) en prouvant l'existence des RAs positifs et significatifs chez les entreprises acquéreuses marocaines suite à l'annonce des F&Ats. Nos résultats déclinent l'hypothèse (H14b) en rejetant l'existence des RAs positifs et significatifs chez les entreprises cibles. Finalement, nos résultats infirment l'hypothèse (H15) en rejetant l'existence significative de fuites d'information durant la période de pré-annonce de l'opération de F&At. En effet, les fuites d'informations ont été détectées, mais leur significativité est très faible.

Cette sous-section est divisée en deux parties. La première partie interprète et discute les résultats relatifs à la création de valeur chez les entreprises acquéreuses marocaines. Le deuxième point de cette sous-section discute de l'absence de création de richesse chez les actionnaires des entreprises cibles marocaines.

1.1. Discussion des résultats relatifs à la création de valeur dans les entreprises marocaines acquéreuses

Nos résultats sur la création de valeur chez les acquéreurs marocains sont similaires à ceux de Mateev (2017) pour l'Europe continentale et le Royaume-Uni, semblables à l'étude de Andriuskevicius (2019) pour les pays européens. Nos résultats sont cohérents avec ceux de Sindi, Bany-Ariffin, Razak et Kamarudin (2021) ; Nadisah et Kamilah (2018) ; A.Elhakeem et

Elgiziry (2016) ; Ferchichi et Souam (2015) ; et finalement Ibrahimi et Amine (2020) Nadisah et Kamilah (2018) dans la région MENA. En outre, nos résultats sont pareils à ceux d'Amewu et Alagidede (2018) et à ceux de Kariuki, Muturi et Kiragu (2016) dans le contexte africain.

Avant de détailler les théories explicatives de la création de richesse, nous trouvons qu'il est fondamental de préciser que plus de 97 % des acquisitions marocaines ont ciblé des entreprises privées (non cotées). Nos résultats sur la création de richesse auprès des actionnaires marocains sont cohérents avec la conclusion d'Alexandridis, Antypas et Travlos (2017) qui voit que les acquisitions de cibles privées sont mieux accueillies par le marché au cours de la période la plus récente.

Nos résultats prouvent aussi que les F&Ats sont une spécialité des entreprises marocaines avec des participations publiques, ou une présence du gouvernement dans les organes de décisions, à savoir le conseil d'administration (AWB, 2023) et l'exercice du droit de veto dans les assemblées générales extraordinaires, par exemple Maroc Télécom (BFMTV, 2012; Maroc Telecom, 2019a, p. 54).

Nos résultats relatifs à la création de valeurs chez les acquéreurs peuvent être expliqués par la participation de l'Etat, des institutions publiques et des holdings royaux dans le capital et dans le conseil d'administration dans les entreprises acquéreuses. Dans ce sens, notre conclusion rejoint les conclusions de Du et Boateng (2015) et de Sun et Tong (2003) qui concluent que la propriété publique des entreprises dans les marchés émergents peut conduire à un traitement préférentiel de la part du gouvernement et à une allocation favorable des ressources, augmentant ainsi la valeur d'une entreprise.

Dans ce sens, nous commençons notre explication par Maroc Telecom, le seul et unique acquéreur dans le secteur des télécommunications. La participation de l'État dans le conseil de surveillance avec à la tête du conseil le ministère des finances marocain et comme membre du conseil de surveillance le ministère d'intérieur et une direction du ministère des finances (Maroc Telecom, 2007, 2008, 2011, 2013, 2015, 2019b, 2020, 2021).

Le groupe bancaire AWB qui a effectué dix acquisitions durant la période d'étude, est un mastodonte bancaire marocain avec une forme juridique de type société anonyme avec un conseil d'administration depuis 2007 par M. EL Kettani. Dans le conseil, nous trouvons

également d'anciens membres ayant des mandats de longue durée, notamment M. MAJIDI représentant du holding royal Siger Holding⁷⁵ (AWB, 2009; Reuters, 2012a).

Nous croyons également que la théorie du contrôle du marché des entreprises explique que les dirigeants cités agissent comme cités par Yaghoubi, Yaghoubi, Locke et Gibb (2016) pour maximiser la richesse des actionnaires. Ces actionnaires des entreprises qui sont l'Etat, Holding royal voient en ces dirigeants de vraies personnes dignes de confiance qui peuvent maximiser leurs bénéfices à savoir et mettre en œuvre leurs stratégies voir par exemple, les résultats du groupe AWB en termes de bénéfice par action (AWB, 2007, p. 143), (AWB, 2012, p. 14, 2014, p. 14, 2015, p. 16, 2017, p. 16, 2019a, p. 17, 2021, p. 15) de l'entreprises maroc telecom (Maroc telecom, 2006, p. 6, 2009, p. 6, 2012, p. 240, 2016, p. 11, 2019, p. 14, 2023, p. 11), BCP avec des résultats par actions intéressant (Groupe BCP, 2006, p. 53, 2012, p. 98, 2015, p. 180, 2018, p. 128), bénéfices distribués (Groupe BCP, 2008), bénéfice par action (BCP, 2021, p. 60). La gestion efficace des dirigeants de ces entreprises permet de drainer des gains sur le marché boursier et fait des dirigeants des hommes indispensables (Tunyi, Ntim, et Danbolt, 2019).

Finalement, l'ensemble de ces entreprises, qui sont des mastodontes nationales, s'inscrivent dans le paradigme et la vision géopolitico-économique du Maroc en Afrique. Dans ce sens, les principaux dirigeants bénéficient de la confiance du Palais royal et l'accompagnent dans l'ensemble de ces visites de travail (Alaoui, 2016; Sidigitiebe, 2016). Cette confiance se répercute fondamentalement et directement sur leur fort potentiel de gestion. D'ailleurs, Al Mada, qui était l'ex-SNI, a changé de vocation pour élargir ses activités outre-terrestres visant fondamentalement l'Afrique, pour devenir un holding marocain avec une vocation panafricaine⁷⁶. Ces éléments prouvent l'implication du palais royal, du gouvernement dans la conquête de l'Afrique et de la création de valeur sur l'ensemble du continent.

En ce qui concerne la fuite d'information, nos résultats ne sont pas semblables aux résultats d'Amewu et Alagidede (2018) pour le contexte africain, mais joignent relativement les résultats de la réglementation adéquate du marché de Johannesburg en Afrique du Sud pour la lutte contre les fuites d'information en sanctionnant les délits d'initié. Nous constatons également que la faiblesse de la significativité de la fuite d'information dans la pré-annonce [-1, -5] est le fruit de la forte transparence et de l'intégrité de la BVC\$. Cette intégrité est principalement due

⁷⁵ Siger est une inversion du mot latin Regis qui signifie en latin « roi ou royal ».

⁷⁶ Site de la holding Al-Mada <https://www.almada.ma/en/>

à l'arsenal juridique déployé par l'AMMC pour lutter contre le délit d'initié, notamment l'application des articles 9, 42, 43, 44 de la loi 43-12.

Nous concluons finalement que la majorité des acquéreurs marocains cotés qui effectuent des acquisitions à l'étranger connaissent la participation de l'État marocain dans leurs capitaux, voire qu'ils peuvent même avoir des exclusivités dans le droit de vote à l'instar du droit de véto. Les organes de décisions dans les entreprises marocaines privilégient de faire confiance à des dirigeants issus de grandes écoles étrangères qui garantissent une gestion efficace des entreprises.

Finalement, le délit d'initié ne constitue pas un problème pour les opérations engageant des entreprises acquéreuses cotées à la BVC suite à la bonne réglementation du marché et au code éthique qui est respecté par les différentes parties prenantes comme les cabinets de DD, CAC, cabinets d'avocats, conseillers financiers et banques d'investissement.

1.2. La création de valeur chez les entreprises cibles marocaines

Nos résultats sur la création de la valeur dans les transactions des F&As concluent que les actionnaires d'entreprises cibles marocaines ne bénéficient pas de rendement premium. Ces résultats constituent une exception très rare dans les conclusions d'études sur l'existence de création de valeur significative dans les entreprises cibles, comme relevé par l'étude de Campa et Hernando (2004).

Nos résultats sont similaires au travail de Mabasa (2019) en Afrique du Sud qui constate que les rendements des actionnaires cibles sont statistiquement insignifiants pour les F&As en Afrique du Sud. Nos résultats sont similaires par ailleurs au travail de Pop (2006) en Roumanie qui conclut que la non-significativité de richesse est principalement due à la gouvernance d'entreprise et la concentration des droits de propriété. Dans un certaine mesure, nous joignons le travail de Campa et Hernando (2004) qui voit que les anciennes transactions génèrent des transactions plus importantes que les nouvelles transactions.

Nos résultats sur l'absence de création de richesse ne sont pas similaires premièrement aux résultats de Ferchichi et Souam (2015) ; Ibrahimi, Amine et Taghzouti (2021) dans le contexte de la région MENA, ne sont pas cohérents deuxièmement aux résultats de Campa et Hernando (2004) et Teti et Tului (2020) dans le contexte des pays développés et en développement. Cette

divergence de résultat trouve son origine dans les RAMCs dégagés par notre analyse qui ne sont pas significatifs bien qu'ils soient positifs.

Nous exposons ci-dessous (5) cinq points fondamentaux pour expliquer et discuter l'existence des rendements positifs et faiblement significatifs pour les fenêtres sélectionnées. Le premier point discute et analyse les résultats des RAMCs faiblement significatifs dans la période d'annonce [-5, -1]. Nous expliquons et discutons en outre l'absence de significativité dans les deux fenêtres restantes [-1, +1] et [-5, +5] dans les quatre points restants.

Premièrement, la faiblesse de la significativité pour la période de pré-annonce [-5, -1] dénote également comme pour notre première interprétation pour les acquéreurs transfrontaliers marocains que l'AMMC garantit la transparence du marché et l'équité dans l'accès à l'information. Dans notre cas, la fuite d'information n'est pas un grand problème vu l'arsenal juridique déployé par l'AMMC comme cité.

Deuxièmement, en l'absence de plusieurs critères informatifs, notre conclusion générale pour la création de richesses chez les actionnaires s'avère exploratoire, tout comme l'étude de Seth, Song et Pettit (2002). Une explication générale que nous apportons est inspirée du travail d'Akben Selcuk (2015) qui affirme que la création de valeur auprès des entreprises cibles dépend de la puissance économique du pays cible. Akben Selcuk (2015) voit que pour les entreprises cibles situées dans les pays développés, la création de richesse est plus significative dans les pays développés et moins significative dans les pays émergents et nous croyons moins dans les pays en voie de développement.

Troisièmement, l'absence de significativité peut découler aussi de l'anticipation des informations sur les transactions. À titre d'exemple, l'acquisition de Maroc Telecom par Emirates Telecommunications Group Co PJSC qui était anticipée à quelques mois avant la date effective de l'opération de F&At après une course acharnée avec Ooredoo QSC du Qatar et la société sud-coréenne KT Corporation qui s'était retirée en raison de différences de valorisation (Financial Times, 2013). Ainsi que l'anticipation du marché des négociations de l'acquisition de Saham par Sanlam (Telquel, 2018) et l'attente d'une acquisition après une stratégie d'alliance co-entreprise Ces informations déjà intégrées, anticipées par le marché, précisent l'existence d'une fuite d'information non significative. D'ailleurs, la faible significativité lors de la période de pré-annonce peut justifier cette explication comme avancée par le travail de Ball et Brown (1968).

Quatrièmement, nous trouvons également des explications suite au travail de Pop (2006) qui conclut que la non-significativité de richesse est principalement due à la gouvernance d'entreprise et la concentration des droits de propriété. Ces scénarios de concentrations de propriété familiale ont bien et bel existé à l'instar de la concentration de la propriété Promopharm par la famille Mernissi. Nous croyons de plus qu'au moment de l'annonce, l'ignorance du nouvel acquéreur par le marché ou bien la forte confiance qui est déjà établie auprès des anciens actionnaires majoritaires, qu'ils soient des familles ou du gouvernement marocain, peuvent fragiliser la richesse boursière au moment de la cession, voir par exemple le cas de Saham avec la famille El Alami, Promopharm avec la famille Mernissi, le gouvernement marocain avec Maroc Télécom⁷⁷, l'entreprise la Centrale laitière avec la SNI (Reuters, 2012b).

Cinquièmement, nous attribuons également cette absence de significativité aux sentiments des investisseurs, ces derniers peuvent perdre la conviction dans les entreprises marocaines après leurs acquisitions par des acquéreurs étrangers. La remise en question des résultats positifs attendus des opérations de F&A et même à l'intégration opérationnelle de cette opération influence négativement le sentiment du marché car les investisseurs avaient confiance dans certains actionnaires majoritaires qui sont représentés dans les organes de décision comme l'Etat et les grandes familles marocaines. Par exemple, la cession des participations de l'Etat dans le capital des entreprises, l'arrivée d'acquéreurs n'ayant pas d'expérience sur le marché marocain comme Emirates Telecommunications Group Co PJSC qui a effectué la première acquisition de son histoire en Afrique du nord. L'arrivée de nouveaux acquéreurs comme le groupe Sanlam Emerging Markets Ireland Ltd pour l'acquisition de Saham et Hikma Pharmaceuticals plc pour l'acquisition de Promopharm, Danone pour l'acquisition de la Centrale laitière peuvent générer une crainte auprès des nouveaux objectifs et des nouvelles visions stratégiques.

Nos résultats constituent probablement une exception parmi d'autres exceptions relevées dans la littérature. Nous rompons avec le consensus scientifique qui stipule que la richesse boursière créée autour de l'annonce de l'opération de F&A est positive et significative pour les entreprises cibles. Nous constatons également à titre narratoire que les études sur la création de richesse chez les entreprises cibles dans un seul pays et avec un nombre restreint d'entreprises aboutissent au même résultat comme constaté dans les études de Mabasa (2019) et Pop (2006).

⁷⁷ Avant l'augmentation des participations de Vivendi.

En conclusion, le désengagement des grands holdings à l'instar de la SNI (nouvellement AL Mada), de l'État, des grandes familles marocaines connues comme la famille El Alami, la famille Mernissi et l'anticipation des informations d'acquisitions ont été des raisons de l'absence de significativité dans les RAMs et les RAMCs chez les actions des entreprises cibles marocaines.

Nous suggérons ainsi que les travaux sur la richesse anormale créée par les entreprises cibles dans le cadre des opérations de F&At dans les pays en voie de développement en général et ceux d'Afrique en particulier devraient être approfondis davantage. Par exemple, le Maroc reste un exemple particulier où le paysage des affaires est marqué par la confiance qu'établissent certains acteurs notamment les consommateurs, les investisseurs à l'égard de l'État, les holdings de la famille royale et les holdings de grandes familles marocaines. Par exemple, d'après une enquête, Le Desk (2016) voit parmi les objectifs du groupe AL Mada, il y'a la maximisation des profits des actionnaires et le soutien du pouvoir d'achat des marocains. Ces éléments prouvent que le consensus sur la création de richesse chez les actionnaires des entreprises cibles est très subjectif et que le contexte institutionnel influence les résultats.

2. Analyse et discussion des résultats des déterminants de création de valeur actionnariale

Nous examinons les résultats des facteurs contribuant à la création de valeur à l'aide de la régression transversale en ajustant la MCO à travers deux aspects essentiels. Tout d'abord, le premier aspect examine et discute les résultats concernant les facteurs contribuant à la création de valeur chez les acquéreurs transfrontaliers marocains. Ensuite, le deuxième aspect traite et discute des facteurs contribuant à la création de valeur chez les cibles marocaines des acquéreurs étrangers.

En ce qui concerne le premier aspect, notre analyse se concentre initialement sur la performance boursière des acquéreurs marocains dans le deuxième sous-échantillon de manière générale. Ensuite, nous examinons les résultats de la performance des banques marocaines impliquées dans des opérations de F&Ats. Cependant, le deuxième aspect de notre étude explore les résultats issus de l'analyse des facteurs de la création de valeur boursière dans les entreprises cibles marocaines impliquées dans les F&Ats.

2.1. Analyse et discussion de la création de valeur actionnariale des entreprises acquéreuses marocaines

D'après notre sous-échantillon, le nombre des opérations de F&Ats sortantes dépassent celui des F&Ats entrantes. Nous constatons que la majorité des opérations sortantes ont été menées par des entreprises du secteur bancaire particulièrement AWB et la BCP et ont également ciblé l'Afrique sub-saharienne. Dans cet esprit dynamique d'expansion des banques constatées par plusieurs institutions internationales comme le FMI (2015), nous avons décidé de procéder à priori par une analyse de l'ensemble des entreprises marocaines engagées dans des F&Ats puis à posteriori à l'analyse exclusive des entreprises bancaires marocaines engagées dans des opérations de F&Ats afin d'identifier les facteurs qui créent la richesse auprès des actionnaires lors de l'annonce de l'opération de la F&A.

2.1.1. Analyse et discussion de la création de valeur actionnariale de l'ensemble des acquéreurs marocains

Il est impératif, avant d'entamer l'interprétation et la discussion des résultats exposés dans le Tableau 22, de souligner que ces derniers confirment exclusivement la dix-huitième hypothèse (H18) et la vingtième hypothèse (H20). Toutefois, ils réfutent la seizième (H16), dix-septième (H17) et la dix-neuvième hypothèse (H19). Notre analyse se restreint aux seuls résultats significatifs de la régression transversale.

2.1.1.1. L'expérience des F&Ats pour les acquéreurs marocains

Nos résultats rejoignent la théorie de « Learning by doing » ou de l'expérience organisationnelle (Chao, 2018 ; Fiol et Lyles, 1985 ; Huber, 1991 ; Levitt et March, 1988). Nos résultats sont conformes aux constat de Schipper et Thompson (1983), Boateng et al. (2019), Castellaneta et Conti (2017) et Cuypers et al. (2017) ; Basuil et Datta (2015) ; Rabbiosi et al. (2012).

Nous soutenons que l'engagement continu des entreprises marocaines dans des opérations de F&Ats favorise le développement d'une expertise dans la structuration des transactions ainsi qu'une connaissance approfondie des aspects culturels et réglementaires. Notamment, de nombreuses cibles de ces opérations adhèrent à l'Organisation pour l'Harmonisation en Afrique du Droit des Affaires (OHADA) (Baisset et al., 2020). Les pays cibles présentent une proximité culturelle avec le Maroc, notamment sur le plan linguistique et dans une mesure modérée sur le plan religieux. La création de valeur par les acquéreurs marocains lors des opérations de F&A

résulte de l'établissement par les dirigeants marocains, au moyen de leurs vastes réseaux, de relations privilégiées avec les principales parties prenantes, telles que le gouvernement de l'État hôte, les cabinets d'expertise comptable, voire des institutions internationales comme la Banque Africaine pour le Développement (Groupe de la banque africaine de développement, 2023). L'apprentissage tiré des transactions précédentes renforce la gestion des risques, instillant ainsi confiance chez l'investisseur et assurant une intégration post-acquisition plus efficace, particulièrement dans le cas où les opérations antérieures ont été menées de manière judicieuse.

2.1.1.2. La protection des investisseurs minoritaires dans le pays cible

Curieusement, nos résultats révèlent que la protection des investisseurs minoritaires exerce une influence positive sans variable de contrôle et négative avec ajoutant des variable de contrôle sur la création de valeur actionnariale.

Nos résultats rejoignent dans une perspective générale les résultats de Zhou et Lan (2018), Wang et al. (2023) Liu et al. (2019) dans l'influence de la protection des investisseurs minoritaires. Cependant, les résultats non robustes rejoignent les conclusions de de Gubbi et al. (2010), Liu et al. (2019), Zhou et Lan (2018) et Bhagat et al. (2011). Cependant notre étude rejoint les résultats trouvés par Hagendorff et al. (2008).

Nous adhérons en premier lieu en absence de variables de contrôle à la perspective de LaPorta et al. (1998) qui voit que plus le pays est doté d'une protection des investisseurs, plus les marchés boursiers sont développés, plus la gouvernance d'entreprise est améliorée, moins de problème d'agence et la liquidité du marché est augmentée. Conformément à Maung et al. (2019) et Gubbi et al. (2010), nous croyons que les entreprises situées dans des pays avec une forte protection des investisseurs minoritaires garantissent des rendements élevés aux actionnaires au point qu'ils sont prêts à payer une prime élevée pour acquérir des cibles dans des pays avec une forte protection des investisseurs.

Nous adhérons en deuxième lieu à la perspective de Hagendorff et al. (2008), qui conclue que les rendements des soumissionnaires connaissent une amplification notable lorsque les cibles évoluent dans des environnements présentant une protection des investisseurs relativement faible. Dans de tels contextes, les investisseurs peuvent réclamer une indemnisation en raison de normes de gouvernance moins contraignantes et d'un risque accru d'expropriation par les initiés. Par ailleurs, nous postulons que les acquisitions réalisées dans des pays où la protection des investisseurs est limitée se caractérisent par une plus grande

souplesse en matière de gouvernance d'entreprise, favorisant ainsi une prise de décision plus rapide, et ce, avec moins d'entraves procédurales, en particulier dans le contexte des pays d'ASS.

Nous soutenons également l'idée que les investissements dans des pays présentant des risques plus élevés et des environnements opaques peuvent conférer des avantages concurrentiels. Ceci découle des exigences de divulgation moins strictes, susceptibles de dissimuler la stratégie d'entreprise. En dernier lieu, il est plausible que les entreprises marocaines accordent une priorité inhérente à leur positionnement sur le continent africain, cherchant à garantir certains avantages grâce aux relations diplomatiques et politiques amicales entre le gouvernement marocain et les autorités des autres pays hôtes notamment ceux localisées en ASS (AWB, 2019b; Ecofin, 2015).

2.1.2. Analyse de la création de valeur actionnariale des banques acquéreuses marocaines

Les résultats indiqués dans le Tableau 23 relatif à l'analyse des déterminants de création de valeur dans les opérations de F&Ats sortantes admettent la seizième hypothèse (H16) et la dix-neuvième hypothèse (H19). Cependant, ces résultats rejettent la dix-septième hypothèse (H17), la dix-huitième (H18) et finalement la dernière hypothèse (H20).

2.1.2.1. Taille de la cible

L'influence négative de la petite taille de la cible a été également prouvé dans les travaux d'Asquith et al. (1983), de Houston et Ryngaert (1994), Aybar et Ficici (2009), Moeller et al. (2004) et le travail Amewu et Alagidede (2019) dans le continent africain.

Nous postulons que l'acquisition de petites institutions bancaires engendre des coûts substantiels, en raison de la prévalence de risques réglementaires et de conformité, ainsi que des difficultés inhérentes à l'évaluation des prêts et des actifs. Ces défis comprennent des problèmes de profondeur et de pénétration, comme souligné par (BempongNyantaky et Mouhamoudou, 2015), ainsi que des lacunes dans les pratiques d'audit, surtout dans le contexte des petites et moyennes structures, particulièrement en ASS (Banque européenne d'investissement, 2020).

Dans cette perspective, nous observons une corrélation directe entre la taille d'une banque et la perception de son acquisition comme un risque. Ceci découle des faiblesses réglementaires

et comptables, exacerbées dans les petites structures, ce qui rend l'ensemble du processus d'acquisition plus risqué.

Cependant, nous constatons que nos tests ne s'avèrent pas robuste vu que le niveau de significativité baisse avec l'ajout de variable de contrôle de cible située en pays en voie de développement ce qui prouve que nos tests ne sont pas robustes.

2.1.2.2. Mandat du PDG dans les banques acquéreur marocaines

Nos résultats divergent des résultats de Zhou et al. (2020) de Oehmichen et al. (2022) et Yim (2013) Miller (1991) et Thomas (1988) mais rejoignent les conclusion de Kroll et al. (2000) ; Shleifer et Vishny (1989), Westphal et Zajac (1995) et Walters et al. (2007). Nous confirmons également l'étude de l'Institutional Shareholder Services (2013), qui selon une enquête s'aperçoit que 74 % des investisseurs indiquent que la longue durée du mandat des administrateurs est problématique.

Nous attribuons cette influence négative à la théorie de l'agence, dans la mesure où la longévité organisationnelle est corrélée à l'enracinement du PDG, renforçant ainsi son emprise et son exercice accru de pouvoir et de contrôle. Nous avançons également l'idée que des mandats prolongés peuvent induire de la complaisance, une résistance au changement, ainsi qu'une opposition à de nouvelles idées, à l'innovation et aux choix rationnels. Il est noté que la durée d'apprentissage en cours d'emploi des administrateurs améliore la valeur de l'entreprise jusqu'à un certain seuil, au-delà duquel l'enracinement prédomine, entraînant des répercussions négatives sur les performances de l'entreprise (HUANG et HILARY, 2018), voire même en contournant les mécanismes de surveillance établis dans le cadre de la gouvernance d'entreprise (Hill et Phan, 1991).

En conformité avec les conclusions énoncées par Ali et Zhang (2015), nous soutenons également l'idée que les PDG récemment nommés tendent à prendre des décisions stratégiques majeures au cours de leurs premiers mois de fonction pour marquer l'attention du marché. Par ailleurs, en accord avec les résultats de l'étude d'Allgood et Farrell (2000), nous postulons que les PDG en place peuvent exercer une influence prépondérante sur le conseil d'administration, favorisant ainsi la poursuite de projets coûteux et la revendication de rémunérations avantageuses qui privilégient leurs intérêts au détriment des intérêts des actionnaires.

2.1.2.3. Secteur partagé

L'impact du secteur partagé sur la création de valeur présente une signification statistique relativement faible. Les constatations de notre étude s'accordent avec les explications avancées de Chandler (1977), Lewellen (1971), Shelton (1988), Chevalier (2004), Dos Santos et al. (2008). Nos résultats sont similaires aux travaux de Salter et Weinhold (1979), Singh et Montgomery (1987), Dos Santos et al. (2008), Graham et al. (2001), Martynova et Renneboog (2006), Barai et Mohanty (2014), Giannopoulos et al. (2017) et particulièrement à l'étude de Kumar et Suhas (2010) qui constatent l'existence d'une création de valeur chez les banques acquéreuses et pas les banques cibles.

Nous postulons quant à l'influence du secteur partagé sur la création de valeur dans les opérations de F&A, en mettant en avant la justification de l'alignement stratégique selon Shelton (1988), le potentiel de synergie, ainsi que l'hypothèse de l'escompte lié à la diversification, qui réduit la confiance des investisseurs, entraînant une dépréciation de la valeur (Chevalier, 2004; Dos Santos et al., 2008). Dans notre cadre d'analyse, nous avançons la rationalisation des coûts comme exemple concret, où l'implémentation d'un système d'information, influencée par l'expérience de la banque acquéreuse, serait moins coûteuse et plus judicieuse que si un acquéreur d'un autre secteur s'en chargeait. Un autre élément justificateur de cette création de valeur est l'effet de maîtrise, par exemple, les banques acquéreuses partagent des cadres et des compétences spécialisées avec les cibles. Le succès de la performance des banques à l'échelle nationale renforce la confiance des investisseurs, notamment dans le cas d'acquisitions d'entreprises cibles au-delà des frontières et opérant dans un secteur commun.

2.1.2.4. Protection des investisseurs dans le pays cible

L'influence négative et significative entre la protection des investisseurs minoritaires et son impact sur les opérations de F&A trouve une justification convaincante dans l'étude approfondie de Hagendorff et al. (2008), axée spécifiquement sur les F&A dans le secteur bancaire. Cette recherche converge vers l'idée que la protection des investisseurs exerce une influence préjudiciable sur ces opérations. En effet, la majorité des F&A bancaires se concentrent sur des institutions localisées en ASS, caractérisées par une gouvernance faible, une origine légale civile et une pertinence limitée des informations financières, rendant ainsi ces transactions plus économiques.

Notre perspective s'aligne sur l'idée que les acquisitions bancaires en ASS visent principalement le positionnement géographique, la substitution des banques françaises (Les Echos, 2022) et en dernier lieu, l'appui à des initiatives favorisant le développement des nations en ASS, avec des rendements sur investissement principalement orientés vers le long terme (Belgaid, 2020). Cette analyse souligne la complexité stratégique et les motivations à plusieurs niveaux qui sous-tendent ces transactions, mettant en lumière les dynamiques à l'œuvre dans le paysage des F&Ats bancaires.

2.2. Analyse et discussion des F&Ats entrantes au Maroc

Nous avons déjà évoqué dans les chapitres précédents la non significativité de la création de richesse chez les actionnaires des entreprises cibles marocaines dans les opérations de F&Ats entrantes particulièrement dans les fenêtres [-1, +1] et [-5, +5] (voir le Tableau 20) et nous avons également relevé la création faiblement significative dans la fenêtre de pré-annonce [-5,-1] dans le même tableau. Cependant, le Tableau 20 indique également l'existence de RAMCS positifs. À cet égard, nous analysons également la création de richesse positive et non significative. Nous interprétons et discutons l'influence de la taille de la cible, du mandat du PDG et de la protection des investisseurs minoritaires.

2.2.1. La taille de la cible

L'acquisition de grande structure dénote influence positivement et significativement la création de valeur dans les entreprises cibles marocaines. Dans ce sens, nos études sont similaires aux travaux d'Asquith et al. (1983), Houston et Ryngaert (1994), Aybar et Ficici (2009), Moeller et al. (2004) et finalement Amewu et Alagidede (2019). Ces résultats sont principalement dus à ce que l'ensemble de notre échantillon est constitué d'entreprises de grande taille. Il s'agit en effet d'entreprises de forme juridique SA de grandes mastodontes marocaines qui sont cotées à l'instar de Maroc Télécom, la Centrale Laitière, Saham, la Sonasid... etc.

2.2.2. Le mandat du PDG

Les résultats obtenus concordent avec les recherches menées par Kroll et al. (2000) ; Shleifer et Vishny (1989) ; Westphal et Zajac (1995) et Walters et al. (2007). Le mandat du PDG de l'entreprise acquéreuse influence négativement la création de richesse chez les entreprises cibles.

En effet, il appert que les actionnaires des entreprises cibles marocaines manifestent une certaine méfiance à l'égard des sociétés étrangères dirigées par des PDG jouissant d'une longue durée de mandat. Indéniablement, il semble que ces actionnaires accordent crédit à la théorie de l'enracinement des PDG, craignant leur capacité à influencer le conseil d'administration et à s'engager dans des opérations de F&A onéreuses, tout en surévaluant les cibles par une adhésion à leur hubris.

À titre d'illustration, la prise de contrôle de l'entreprise marocaine Maroc Telecom par la société Emirates Telecommunications Corporation (Etisalat) des Émirats arabes unis en 2014 a constitué l'acquisition la plus coûteuse de l'histoire du groupe, malgré la perte totale de parts de marché aux Émirats arabes unis suite à la fin de son monopole dans le secteur des télécommunications.

2.2.3. La protection des actionnaires dans le pays cible

La protection des investisseurs minoritaires au Maroc a un impact favorable sur la génération de richesse pour les actionnaires. Nos constatations concordent avec les recherches menées par Maung et al. (2019), Gubbi et al. (2010), Liu et al. (2019), Bhagat et al. (2011). Indéniablement, la qualité des institutions publiques au Maroc, notamment à travers la régulation de la gouvernance d'entreprise, contribue à la création de valeur pour les actionnaires des entreprises marocaines.

Les F&As au Maroc s'inscrivent manifestement comme des restructurations juridiques ayant un impact direct sur les actionnaires, les porteurs d'obligations et les créanciers. En ce contexte, la législation régissant les SA, ainsi que la jurisprudence au Maroc, offrent d'importantes garanties aux actionnaires minoritaires lors de ces opérations, indépendamment de la nationalité de l'acquéreur. Cela se matérialise par un corpus juridique et comptable assurant leur accès aux informations comptables et financières, ainsi que leur possibilité de s'opposer à diverses opérations de restructuration. De manière corollaire, l'amélioration de la notation du Maroc en matière de protection des investisseurs minoritaires est proportionnelle à la garantie accrue de création de valeur.

Conclusion du sixième chapitre

La création de valeur dans les F&As est un sujet ardu qui suscite souvent la controverse parmi les chercheurs, les gestionnaires et les investisseurs. Nous étudions l'impact de l'événement (Annonce de la F&At) sur le rendement boursier des entreprises acquéreuses et cibles marocaines ainsi que nous étudions l'influence des déterminants micro (relatif à l'entreprise), macro (relatif au pays d'accueil) sur la création de valeur boursière.

Nos trois modèles suggèrent que pour les acquéreurs, la création de richesse est hautement significative au moment de l'annonce [-1, +1] pour les trois modèles. Nos résultats sont également significatifs pour la dernière fenêtre [-5, +5] dans deux modèles, à savoir, le modèle ajusté au marché et le modèle du marché. Cependant, pour la fenêtre de pré-annonce [-1, +1], nos résultats sont faiblement significatifs pour le modèle de marché et significatifs pour le modèle ajusté au marché. Nos trois modèles suggèrent que pour les cibles, la création de richesse est positive, mais avec un niveau très faible de significativité dans la période de pré-annonce [-5, -1]. Cependant, les autres RAs sont positifs, mais pas significatifs pour les deux autres fenêtres [-1, +1] et [-5, +5] et pour les trois modèles.

Les RAMCs significatifs issu du modèle de marché sur la fenêtre [-5, +5] des acquéreurs marocains sont influencés de façon positive et significative par l'expérience des acquéreurs en termes de F&Ats et par la protection des investisseurs minoritaires dans le pays d'accueil. Les RAMCs des banques acquéreuses marocaines sont influencées négativement et significativement par la taille de la cible et de manière très significative et négative par le mandat du PDG et la protection des investisseurs dans le pays d'accueil. Cependant, les secteurs d'activité partagés entre l'acquéreur et la cible influencent les RAMCS des banques marocaines acquéreuses de façon positive, mais non significative.

Les RAMCs non significatifs issus du modèle de marché sur la fenêtre [-5, +5] des cibles marocaines sont influencées positivement et de façon très significative, négativement et de façon très significative par le mandat du PDG. Cependant, la protection des investisseurs dans le pays hôte exerce une influence positive et significative.

Conclusion de la troisième partie

Après avoir exposé la base théorique et les méthodes de notre recherche dans les deux premières parties, la troisième et dernière partie est consacrée au traitement des données et à l'interprétation des résultats obtenus. Cette phase est la pièce maîtresse de notre travail, montrant la complexité et la particularité de l'étude sur les F&As au Maroc. Les résultats obtenus à partir de nos deux questions d'étude ajoutent une dimension substantielle à notre compréhension du phénomène, offrant une vision complète et informative sur la scène des F&As au Maroc.

Notre étude sur les déterminants de localisation des F&As faite sur 256 transactions entre 2005 et 2021, révèle, premièrement, que les entreprises marocaines privilégient les pays en voie de développement en Afrique sub-saharienne. Deuxièmement, l'étude indique par ailleurs que la croissance économique du Maroc consolide les entreprises marocaines. La taille de marché, l'enjeu diplomatique lié aux relations des ambassades et la question du Sahara sont cruciales pour les F&As sortantes du Maroc. D'un autre côté, la langue commune est importante également. Cependant, les ressources naturelles dans le pays d'origine et le pays cible exercent une influence négative. Les F&As entrantes au Maroc proviennent principalement des pays développés situés en Europe, sont impactées par la dépréciation du dirham marocain, la forte ouverture commerciale du Maroc et le nombre des ambassades ainsi que la bonne qualité des institutions et l'histoire coloniale. Les ressources naturelles dans le pays d'origine et cible jouent un rôle négatif pour l'attractivité des F&As entrantes au Maroc.

Notre étude qui examine la création de valeur autour de la date d'annonce de la F&A chez 42 transactions entre 2005 et 2021 prouve que la création de richesse est exclusivement liée aux actionnaires d'entreprises acquéreuses marocaines. Cependant, la période de pré-annonce [-5, -1] a généré des RAs positifs mais faiblement significatifs. Les RAMCs [-5, +5] des acquéreurs marocains sont positivement et significativement influencés par l'expérience préalable des F&As et par la protection des investisseurs minoritaires dans le pays d'accueil. En revanche, les RAMCs [-5, +5] des banques acquéreuses marocaines sont négativement et significativement affectés par la taille de la cible, et de manière très significative et négative par le mandat du PDG ainsi que la protection des investisseurs dans le pays d'accueil. En outre, le secteur d'activité partagé entre l'acquéreur étranger et la cible marocaine exerce une influence positive, bien que non significative.

CONCLUSION GÉNÉRALE

Les F&Ats jouent un rôle crucial dans la reconfiguration moderne et mondiale des entreprises en devenant des catalyseurs de plus en plus importants du changement économique et du libéralisme. Les acteurs économiques naviguent dorénavant dans un monde où la consolidation et le développement sont devenus des mots à la mode.

Cette thèse met en lumière la confluence dynamique de la stratégie, de la politique, de la finance de marché et du droit dans un contexte géographique africain faiblement approché par la communauté scientifique. Toutefois, le Maroc, à travers son gouvernement et ses entreprises, sont conscients de l'horizon dynamique économique, commercial et démographique du continent africain et très attentif aux opportunités stimulantes de ce continent.

Plusieurs chercheurs dans les sciences de gestion, notamment dans la discipline des finances, et du commerce international se concentrent exclusivement sur l'analyse des IDE entrants au Maroc, en prenant le Maroc comme entité d'analyse et attribuent souvent son attractivité à sa position géographique stratégique à la croisée de l'Afrique du Nord et de l'Europe, à sa stabilité politique et à ses infrastructures modernes. Cependant, les recherches sur les IDE sortants du Maroc sont inhabituelles.

Les F&Ats sont un mécanisme majeur des IDE qui a pris naissance aux États-Unis d'Amérique et qui s'est essaimé par la suite en Europe et dans les pays émergents. Néanmoins, ce phénomène est peu connu en Afrique, mais commence à prendre de l'ampleur ces deux dernières décennies à cause de la montée de nouvelles économies émergentes à l'instar de la Chine et l'Inde, la croissance des investissements intra-africains et la baisse des tensions politiques et ethniques.

Le Maroc est considéré comme l'un des pays les plus actifs sur le marché des F&As en Afrique. L'ouverture du pays sur les économies européennes, la multiplication des accords de libre échange, la forte capitalisation boursière de ses entreprises et la mise en place d'une politique de coopération économique sud-sud font de ce pays un vrai terrain d'examen pour les opérations de F&Ats.

Avant de détailler les principaux tests, conclusions et discussions de cette recherche, il est impératif d'introduire le concept de la F&A ainsi que ces principales particularités dans notre terrain d'étude, car cela établit le fondement capital pour la compréhension et l'exploration approfondie des questions de recherche.

L'opération de F&A est une opération de combinaison de deux entités en une seule et unique structure. C'est un mode de croissance inorganique adopté en dernier recours pour s'internationaliser en se procurant une forte indépendance de décision et un droit de vote inébranlable. Le phénomène des F&As s'est déroulé par des phases cycliques connues par le nom de vagues. Ces vagues ont été influencées par plusieurs facteurs, spécifiquement, la réglementation, les chocs économiques, l'attitude des gestionnaires et la globalisation. Les F&As peuvent être catégorisées en fonction de plusieurs critères comme l'intégration, lien de participation, le mode d'acquisition, l'échelle géographique et les ressources. La classification la plus connue et la plus utilisée est celle de l'intégration qui a été établie par la Commission fédérale du commerce des États-Unis.

La recherche sur les F&As a connu une expansion remarquable, en particulier à partir des années 1990, marquée par l'émergence de puissances économiques croissantes. Les investigations portant sur les déterminants de la localisation des F&As, ainsi que sur la génération et les déterminants de valeur dans ces opérations, figurent parmi les axes de recherche prédominants dans le domaine des F&As. Bien que les études antérieures se soient largement concentrées sur les nations occidentales industrialisées, l'attention s'est désormais portée de manière plus accrue sur les pays émergents tels que la Chine et l'Inde. Malheureusement, les recherches consacrées aux déterminants de localisation et à la création de valeur en Afrique demeurent singulièrement rares.

L'internationalisation des entreprises à travers les F&As doit être abordée de manière réfléchie afin de minimiser l'asymétrie d'information. Pour ce faire, les gestionnaires doivent prendre en compte divers risques et considérer les relations entre le pays d'origine et le pays cible. Ces risques transnationaux peuvent être perçus comme des facteurs de risque par certains acteurs et comme des sources d'attractivité par d'autres. Par exemple, des études indiquent que les pays caractérisés par une gouvernance déficiente attirent les acquéreurs chinois tout en dissuadant d'autres acquéreurs en provenance d'autres pays.

L'approche de ces déterminants peut être effectuée soit du point de vue du pays d'origine, soit du point de vue du pays cible. La recherche sur les déterminants de localisation a été relativement limitée, en particulier en Afrique, où les chercheurs ont récemment accordé une attention croissante à cette question au cours de cette dernière décennie. Les études ont exploré diverses théories, dont le paradigme OLI de Dunning et la théorie des institutions de North et Scott.

Les déterminants de localisation sont généralement classés en deux perspectives distinctes : ceux liés au pays cible et ceux liés au pays d'origine. En ce qui concerne les déterminants du pays cible, ils trouvent leurs origines dans le paramètre de localisation du paradigme OLI. Ces déterminants comprennent les motivations liées à la recherche de marché, la quête de ressources naturelles, la recherche d'efficacité et la recherche d'actifs stratégiques. Ils trouvent également leur fondement dans la théorie institutionnelle, en examinant les dimensions institutionnelles formelles et informelles.

Quant aux déterminants de localisation du pays d'origine, ils sont analysés en fonction de la trajectoire du développement des investissements, intégrée dans le paradigme OLI de Dunning, en tenant compte du progrès économique et institutionnel.

La question de la création de valeur suscite l'attention unanime des chercheurs portant un intérêt au phénomène des F&As. Selon la communauté scientifique, la F&A représente un événement significatif qui marque la trajectoire de l'entreprise et exerce un impact direct sur la richesse actionnariale. Cette opération de restructuration peut soit générer une création de la richesse pour les actionnaires, soit conduire à sa destruction.

La littérature spécialisée en finance distingue deux principales approches de mesure de la création de richesse, à savoir les mesures comptables et les mesures boursières. Toutefois, il est établi que les mesures comptables présentent des limites avérées, tandis que les mesures boursières ont démontré leur fiabilité et leur efficacité. Dans cette perspective, pour évaluer de manière adéquate la création ou la destruction de richesse résultant d'une F&A, la méthode d'événement de Fama est considérée comme l'approche pertinente.

La méthode d'événement permet de tester l'impact d'un événement d'entreprise qui est dans notre cas l'annonce de la F&A impliquant au moins une entreprise marocaine sur la richesse des actionnaires d'une société donnée. Les chercheurs voient en cette méthode si elle est calculée sur une fenêtre de courte durée plusieurs avantages dont la non-intégration des données périmées. La méthode d'événement est conditionnée par l'efficience de marché qui prévoit que l'impact sur le prix sera immédiat et correct, ce qui fait du jour de l'annonce de la F&A de l'étude de l'événement la date la plus importante.

Outre l'examen des déterminants de localisation, l'évaluation de la création de valeur peut également être appréhendée à travers l'analyse des déterminants de création de valeur boursière. La littérature identifie trois catégories majeures de déterminants associés à la création de valeur.

Premièrement, les déterminants inhérents à l'entreprise elle-même. Deuxièmement, les déterminants liés à la transaction. Troisièmement, les déterminants rattachés au contexte national. Il convient de noter que chaque catégorie de déterminants présente une liste non exhaustive de variables influentes.

Avant d'entreprendre l'analyse empirique, il est impératif de procéder à une évaluation préalable en vue de décrire les caractéristiques prédominantes du marché des F&As et d'établir un cadre juridique relatif à ce phénomène au Maroc. À notre connaissance, aucune étude exhaustive portant sur l'analyse globale de ce phénomène n'a été répertoriée à ce jour, à l'exception de l'étude menée par Ibrahimi et Liassini. Toutefois, il est à noter que les recherches antérieures consacrées aux F&As se sont principalement restreintes à des études de cas.

Dans la foulée des mouvements d'indépendance en Afrique du Nord durant le vingtième siècle, le Maroc et la Tunisie se sont distingués en optant pour une ouverture vers le bloc capitaliste, orchestrant ainsi une restructuration économique axée sur la compétitivité internationale, notamment à travers des opérations de F&As. Dans ce sens, les programmes d'ajustement structurel, les plans de privatisation, les lois de finances qui ont succédé depuis les années 2000 ont octroyé plusieurs avantages fiscaux aux opérations de F&As notamment à travers des régimes transitoires qui ont été maintenus. Le phénomène des F&As au Maroc est caractérisé par une prolifération des opérations domestiques et une montée remarquable des opérations de F&As sortantes après l'intronisation du roi Mohammed VI.

Le marché des F&As est marqué par la prédominance des F&As verticales et la participation notable des SA et des entreprises non cotées. Les transactions des F&As sont concentrées dans les grandes villes à l'instar de Casablanca, Rabat et Tanger et visent principalement le secteur financier et industriel. Le marché des F&As entrantes est marqué par la prééminence des F&As horizontales, la forte participation des sociétés de forme juridique SA et qui sont cotées. Les acquéreurs marocains ciblent essentiellement les cibles situées en ASS, particulièrement en Afrique de l'Ouest et qui opèrent dans le secteur bancaire, dans les télécommunications et dans le secteur des assurances. Le marché des F&As entrantes est distingué par la domination des entreprises européennes, la montée exponentielle des acquéreurs américains et ceux en provenance du Moyen-Orient, la forte influence des plans de privatisation et finalement la rareté des acquéreurs maghrébins. Les acquéreurs étrangers sont majoritairement cotés. Cependant, les cibles marocaines ne sont pas cotées et sont des SA.

Les F&As, en tant que processus majeur dans le monde des affaires, sont soumises à un cadre juridique rigoureux qui jalonne ce processus complexe en encadrant les transactions et en protégeant les parties prenantes. D'après la législation marocaine, trois conditions sont indispensables pour l'opération de F&A, à savoir la dissolution sans liquidation de la société disparue, la transmission universelle de patrimoine et l'échange des actions et des titres. Les F&As au Maroc ont un effet sur les créanciers, sur les employés, sur les CAC, sur les dirigeants et sur les associés.

Les opérations de F&As commencent par la rédaction d'un traité de fusion, ce projet devrait être déposé au greffe du tribunal du lieu du siège des sociétés inscrites dans le projet de F&A avec insertion du projet au JAL pour les entreprises non cotées, et au BO si une des entreprises fait appel public à l'épargne. Ce projet devrait être également communiqué par le conseil d'administration ou le directoire au CAC également. Le CAC s'assure de la valeur de la parité d'échange. Les associés acceptent de procéder à la fusion après avoir été avisés par le conseil d'administration ou le directoire et par le CAC. Pour les entreprises qui font appel public à l'épargne, l'AMMC doit obligatoirement approuver l'opération par la publication d'un document d'information. La prise de décision de la F&A est conditionnée par un rapport d'information fourni aux actionnaires. Les actionnaires minoritaires peuvent demander d'obtenir une copie des documents autres que le rapport du conseil d'administration. La décision de l'opération de F&A est prise lors des assemblées générales extraordinaires selon la loi et les statuts de chacune des sociétés partantes dans l'opération de F&A sur la base des rapports du conseil d'administration et du CAC. Des assemblées spéciales peuvent avoir lieu.

Les F&As sont notoires en tant que manifestations potentielles de concentration économique. Au Maroc, les instances régulatrices ont prévu les divers effets néfastes liés à cette concentration et ont entrepris d'encadrer ces opérations, visant ainsi à contrer la formation de monopoles, à assurer la pérennité de la libre concurrence et à protéger les intérêts des consommateurs. La notification d'une opération de F&A, de même que l'approbation ou le rejet de celle-ci, s'articule autour de critères spécifiques, dont la prédominance de l'intérêt économique national.

Les F&As sont un type de croissance inorganique qui peut éventuellement consolider les entreprises nationales pour faire face aux challenges et aux risques de la mondialisation. Afin d'accompagner les entreprises nationales dans leurs stratégies d'ouverture à l'international, le législateur marocain a adopté une panoplie de mesures fiscales visant à inciter les entreprises à

se regrouper. Ces mécanismes fiscaux ont pris la forme d'incitations fiscales, à l'instar du régime transitoire qui octroie plusieurs avantages fiscaux et qui a été prolongé pour devenir un régime permanent.

La législation marocaine impose l'existence de la personnalité morale pour les opérations de F&As. Dans ce sens, les F&As peuvent être réalisées entre des sociétés ayant la même forme ou de formes différentes suite à une décision de chacune des deux sociétés intéressées, dans les conditions requises pour la modification des statuts. Pour les entreprises dont les associés ont la qualité de commerçant, la fusion est une cause directe de la dissolution de cette forme juridique. Les F&As peuvent également avoir lieu entre les entreprises qui sont en redressement judiciaire dans le cadre d'un scénario de continuation ou dans le cadre d'un scénario de cession et avoir lieu pour les entreprises en liquidation judiciaire. Les opérations de F&As dans le cadre des entreprises en difficulté ont une influence sur les créanciers et sur les employés qui rompent avec certaines réglementations qui orchestrent les droits de parties prenantes.

Nous apportons une contribution significative à l'avancement des théories en sciences de gestion (commerce international et en finances) par le biais d'une étude approfondie axée sur le contexte marocain. Adoptant une perspective épistémologique positiviste et privilégiant une démarche de raisonnement déductive, notre objectif consiste à formuler des hypothèses que nous soumettons ensuite à des tests. Notre recherche s'articule autour de deux questions de recherche distinctes : la première s'attache à explorer les déterminants de localisation, tandis que la seconde vise à évaluer la création de valeur ainsi que d'examiner ses déterminants au sein des entreprises marocaines en mettant en lumière l'existence d'éventuelles fuites d'information sur le marché boursier marocain.

La première question de recherche, puise dans deux théories fondamentales qui sont le paradigme OLI et la TDI. Nous travaillons sur un échantillon de 256 transactions de F&As, nous examinons l'influence des déterminants transnationaux sur l'activité des F&As à travers une régression Panel.

Dans la perspective des F&As sortantes, l'analyse descriptive clarifie que les cibles étrangères sont majoritairement localisées en ASS avec une préférence de la région d'Afrique de l'ouest. De manière similaire, le traitement descriptif indique également que la majorité des acquisitions sont de type horizontal et ont été opérées dans le secteur bancaire.

Nos résultats concluent que le volume des F&Ats sortantes du Maroc est influencé positivement et de manière significative par la croissance économique du pays cible et du Maroc, le taux de change haut du pays d'origine dirham marocain, l'ouverture commerciale du Maroc. Le volume des F&Ats sortantes du Maroc est aussi influencé significativement et de manière positive par l'affinité politique sur la souveraineté du Maroc sur le Sahara occidental, le nombre des représentations diplomatiques entre le Maroc et le pays cible et finalement le lien colonial. Cependant, le volume des F&Ats sortantes est négativement et significativement influencé par la disponibilité des ressources naturelles au Maroc et par la distance linguistique. Finalement, l'activité des F&Ats sortantes du Maroc est négativement et de façon non significative influencée par les dotations en ressources naturelles dans le pays cible. .

Pour les F&Ats entrantes, l'analyse descriptive révèle que la majorité des entreprises acquéreuses sont en provenance des pays développés et du continent européen. Les acquéreurs étrangers opèrent en grande partie dans le secteur financier à travers des holdings et des sociétés de capital-investissement. Les acquéreurs étrangers préfèrent d'acquérir des entreprises cibles marocaines qui opèrent dans le secteur des prestations de services.

Nos résultats indiquent que le volume des F&Ats sortantes du Maroc est influencé de manière positive et significative par la croissance économique du pays cible et du Maroc, le taux de change haut du pays d'origine dirham marocain, l'ouverture commerciale du Maroc. Le volume des F&Ats sortantes du Maroc est par ailleurs influencé positivement et significativement par l'affinité politique concernant la souveraineté du Maroc sur le Sahara occidental, le nombre des représentations diplomatiques entre le Maroc et le pays cible et finalement le lien colonial. Néanmoins, le volume des F&Ats sortantes est négativement et significativement influencé par la disponibilité des ressources naturelles au Maroc et par la distance linguistique. En outre, l'activité des F&Ats sortantes du Maroc est négativement et significativement influencée par les dotations en ressources naturelles dans le pays cible.

La seconde problématique de recherche, concernant les facteurs de la création de valeur, analysant 42 transactions de F&Ats entre 2005 et 2021, est abordée en deux étapes distinctes. La première étape puise dans la théorie d'efficience de marché et se concentre sur le calcul des RAs (Retours Anormaux), des RAMs (Retours Anormaux Moyens) et des RAMCs (Retours Anormaux Moyens Cumulatifs) dans le but d'analyser la création de valeur par le biais de la méthode d'événement. La seconde étape, quant à elle, puise dans la théorie d'apprentissage organisationnel, théorie d'agence, théorie de la law and finance. Cette phase vise à élucider

l'influence des déterminants au niveau de l'entreprise et du pays hôte sur la création de valeur, mesurée par les RAMCs, sur une fenêtre temporelle de [-5, +5] à travers la régression transversale paramétrée par la méthode des moindres carrées. Les résultats et les interprétations de cette deuxième partie sont exposées en deux optiques, celui des F&Ats sortantes et celui des F&Ats entrantes.

Dans le cadre des F&Ats entrantes, l'analyse descriptive, précise que la majorité des cibles étrangères de notre 2^e sous-échantillon sont des entreprises situées principalement des pays en voie de développement et localisées en ASS. La majorité des F&Ats sont horizontales et ciblent de plus les secteurs bancaires, télécommunications et assurances. Le groupe AWB est le groupe qui a effectué le plus grand nombre d'acquisitions transfrontalières suivi de la BCP et de Maroc Telecom.

La prise en charge par méthode d'événement a révélé que les actionnaires dans les entreprises marocaines acquéreuses dégagent des rendements très significatifs au moment de l'annonce de l'opération de F&At [-1, +1] pour les trois modèles statistiques, à savoir le modèle ajusté à la moyenne, modèle ajusté au marché, modèle de marché. Nos résultats prouvent également un très haut niveau de significativité pour la fenêtre [-5, +5] pour le modèle ajusté au marché et le modèle de marché. Cependant, pour la période de pré-annonce [-5, -1], le modèle ajusté au marché est significatif alors que pour le modèle de marché, cette fenêtre de pré-annonce est faiblement significative. Pour conclure, nous retenons le modèle de marché suite à sa capacité à régler plusieurs problèmes statistiques. Dans ce sens, pour les F&Ats sortantes, les acquéreurs marocains créent plus de richesse au moment de l'annonce [-1, +1] et dans la fenêtre [-5, +5]. Cependant, lors de la pré-annonce [-5, -1], la création de richesse n'est que faiblement significative, ce qui déduit la faible probabilité qu'il y'ait une fuite d'information, voire une absence de fuite d'information et des délits d'initié.

Les explications apportées dans ce sens, trouvent leurs origines dans la présence de l'État marocain dans le capital et son influence dans les mécanismes de décisions de vote, donnent plus de garanties aux investisseurs et positivent le sentiment des investisseurs quant aux décisions d'internationalisation à travers les opérations de F&Ats. L'étude des déterminants de création de valeur actionnariale révèle que l'expérience des acquéreurs en termes des F&Ats exercent une influence positive et très significative sur les RAMCs des acquéreurs. Par ailleurs, l'influence positive et significative sur les RAMCs est également exercé par la protection des investisseurs dans le pays hôte. Cependant, l'influence de la protection des investisseurs n'est

pas robuste et devient négative et significative en ajoutant les variables de contrôle. Dans le cadre des acquisitions bancaires sortantes du Maroc, les résultats prouvent que la taille de la cible, le mandat du PDG exercent une influence négative et significative sur les RAMCs alors que la protection des investisseurs minoritaires exerce une influence négative et très significative sur les RAMCs. Cependant, le secteur d'activité commun influence de façon positive et non significative les RAMCs.

L'analyse descriptive pour les F&Ats entrantes stipule que la majorité des acquéreurs étrangers dans notre 2^e sous-échantillon sont des entreprises en provenance principalement des pays développés et localisées en Europe. Les acquéreurs étrangers opèrent principalement dans le secteur financier (Holding) et le secteur des télécommunications. La moitié des opérations de F&At sont des opérations horizontales et l'autre moitié sont des F&Ats conglomerales.

Nos résultats sur la création de richesse auprès des actionnaires dans les opérations de F&Ats entrantes montrent l'absence de création de richesse pour les modèles, à savoir le modèle ajusté à la moyenne, le modèle ajusté au marché et le modèle de marché. Néanmoins, notre analyse par méthode d'événement signale une création de richesse faiblement significative lors de la période de pré-annonce [-5, -1] pour les trois modèles. Ces constats confirment la faible probabilité de la présence de fuites d'information avant l'opération de F&At entrante. Ces résultats sont peu concluants vu la significativité faible.

Les explications apportées aux RAs, RAMCs postifs mais pas statistiquement significatifs des entreprises cibles découlent de l'anticipation des informations sur les transactions, le désengagement des institutions publiques comme l'État, holdings de famille royale, retraits de familles du capital des entreprises acquises. L'analyse de régression transversale des déterminants de création de valeur RAMCs [-5,+5] précise que la taille de la cible exerce une influence positive et très significative sur les RAMCs des cibles marocaines. La protection des investisseurs minoritaires au Maroc influence positivement et de manière significative les RAMCs des entreprises cibles marocaines. Cependant, les mandats du PDG des entreprises acquéreuses influence négativement et de manière significative les RAMCs des entreprises cibles.

Cette thèse apporte une contribution à l'enrichissement du corpus de connaissances en sciences de gestion, notamment par son apport au paradigme OLI et à la théorie des institutions dans le contexte du commerce international. Elle s'illustre également par sa contribution aux

études d'événement au sein des marchés efficients, aux investigations approfondies portant sur l'expérience organisationnelle, la théorie de l'agence, ainsi que la théorie de la Law and Finance au sein de la discipline financière.

En complément de notre contribution scientifique, managériale et réglementaire préalablement explicitée dans la section introductive de notre thèse, cette recherche met en lumière les spécificités juridiques inhérentes aux F&As impliquant des entreprises en difficulté au Maroc. Cette problématique demeure relativement sous-explorée au sein de la communauté académique juridique marocaine.

Synthèse de recherche

D'après Duquia et al. (2014), Elsevier (2022), Tuncel et Atan (2013) la préparation correcte des tableaux permet aux chercheurs de présenter de manière efficace et visuellement attrayante des informations, rendant les résultats plus facilement compréhensibles.

Nous croyons également que la présentation des résultats d'une recherche scientifique sous forme de tableau présente plusieurs avantages. Nous citons trois raisons qui motivent notre choix de présentation des résultats de nos deux questions de recherche sous forme de tableaux synthétisés comme illustré dans le Tableau 25 et le Tableau 26.

Premièrement, la clarté visuelle, dans la mesure où une présentation visuelle claire et concise des données, facilite la compréhension immédiate des résultats et permet aux lecteurs de saisir les comparaisons et les relations entre les variables.

Deuxièmement, la réduction de l'encombrement. Dans ce sens, la présentation des résultats complexes et de nombreuses conclusions sous forme de tableau permet de réduire l'encombrement d'informations dans le texte. Cela évite une surcharge d'informations dans le corps du document et permet aux lecteurs de se concentrer sur les détails spécifiques qui les intéressent, car ils peuvent se référer au tableau pour une vue d'ensemble permettant ainsi aux lecteurs et aux scientifiques une lecture allégée.

Troisièmement, la rapidité de compréhension. Les tableaux permettent une organisation structurée des données, ce qui facilite une lecture rapide et une compréhension immédiate des résultats.

Tableau 25 Synthèse de la première question de recherche

1. Quels sont les déterminants transnationaux qui influencent le volume des F&Ats marocaines ?	
<i>Horizon temporel d'analyse</i>	<i>Echantillon</i>
2005-2021	256
<i>Variable à expliquer</i>	<i>Variables explicatives</i>
Volume des F&Ats	Croissance du PIB, Taux de change, ouverture commerciale, disponibilité de ressources naturelles, rapprochement politique sur la souveraineté du Maroc sur le sahara occidental, Nombre des ambassades et consulats, visites (visites d'État, visites officielles, visites de travail), formes de gouvernement, moyenne de la qualité de gouvernance nationale, distance culturelle, distance religieuse, distance linguistique et le passé colonial
<i>Principales Théories mobilisées</i>	
Paradigme OLI	Théorie des institutions
<i>Posture-épistémologique</i>	
Positivisme	
<i>Méthode de raisonnement</i>	<i>Méthode d'analyse des données</i>
Hypothético-déductif	Régression panel
<i>Résultats</i>	
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Le volume des F&Ats sortantes du Maroc sont influencées positivement et significativement par la croissance économique du pays cible et du Maroc, la dépréciation du dirham marocain, l'ouverture commerciale du Maroc, l'affinité politique avec le pays cible sur la souveraineté du Maroc sur le Sahara occidental, le nombre de représentations diplomatiques entre le Maroc et le pays cible et enfin le lien colonial. Néanmoins, le volume des fusions et acquisitions transfrontalières sortantes est négativement et significativement influencé par la disponibilité des ressources naturelles au Maroc et par la distance linguistique. ▪ Le volume des F&Ats entrantes au Maroc est influencé positivement et significativement par la dépréciation du dirham marocain, l'ouverture commerciale du Maroc, le nombre des représentations diplomatiques, la qualité de la gouvernance nationale au Maroc et l'histoire coloniale avec le pays acquéreur. En revanche, les ressources naturelles dans le pays d'origine et dans le pays cible exercent une influence négative et significative. 	
<i>Statut des hypothèses</i>	
<i>Hypothèses confirmées</i>	<i>Hypothèses infirmées</i>
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Pour les F&Ats sortantes du Maroc : H1a, H1b, H3b, H6a, H7a, H12a, H13a. ▪ Pour les F&Ats entrantes au Maroc : H2c, H3c, H5c, H7b, H12b et H13b. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Pour les F&Ats sortantes du Maroc : H2a, H2b, H3a, H4a, H4b, H5a, H5b, H8a, H9a, H10a, H11a. ▪ Pour les F&Ats entrantes au Maroc : H1c, H1d, H2d, H3d, H4c, H4d, H5d, H6b, H8b, H9b, H10b, H11b.

Tableau 26 Synthèse de la deuxième question de recherche

<i>1. Quels sont les déterminants de création de valeur dans les F&Ats marocaines ?</i>	
<i>Horizon temporel d'analyse</i>	<i>Echantillon</i>
2005-2021	42
<i>Variable à expliquer</i>	<i>Variables explicatives</i>
RAMCs [-5, +5]	Taille de la cible, expériences des acquéreurs en termes de F&Ats, Durée de mandat du PDG acquéreur, secteur d'activité partagé et la protection des investisseurs dans le pays cible.
<i>Principales Théories mobilisées</i>	
Efficiences de marché	Théorie du signal
<i>Posture-épistémologique</i>	
Positivismes	
<i>Méthode de raisonnement</i>	<i>Méthode d'analyse des données</i>
Hypothético-déductif	Méthode d'événement et Régression transversale paramétrée par la méthode des moindres carrées ordinaires
<i>Résultats</i>	
<ul style="list-style-type: none"> ▪ La création de valeur actionnariale est significative uniquement pour les acquéreurs marocains dans le modèle de marché et dans deux fenêtres [-1, +1] et [-5, +5]. La fuite d'information sur le marché de la BVC n'est pas significative. ▪ Pour les actionnaires d'entreprises acquéreuses marocaines: L'expérience de l'acquéreur marocain en matière de F&Ats influence de façon très significative et positive la création de valeur. La protection des investisseurs dans le pays cible influence de façon positive et non robuste la création de valeur. Dans les F&Ats bancaires sortantes du Maroc, nous trouvons que la taille de l'entreprise cible, la durée de mandat du PDG de l'entreprise acquéreuse et la protection des investisseurs dans le pays hôte exercent une influence négative et significative. 	
<i>Statut des hypothèses</i>	
<i>Hypothèses confirmées</i>	<i>Hypothèses infirmées</i>
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Pour la création de valeur : (H14a) ▪ Pour l'ensemble des acquéreurs marocains : (H18), (H20). ▪ Pour les banques marocaines acquéreuses : (H16) et (H19). 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Pour la création de valeur : (H14b) ▪ Pour la fuite d'information : (H15) ▪ Pour l'ensemble des acquéreurs marocains : (H16), (H17) et (H19) ▪ Pour les banques marocaines acquéreuses : (H17), (H18) et (H20).

Limites et futurs programmes de recherche

Derrière la lueur brillante de nos découvertes académiques, se profilent les contours de nos limites. Notre exploration a rencontré des barrières infranchissables, en particulier dans la démystification des déterminants de la création de richesse. Les pays d'Afrique sub-saharienne demeurent des énigmes partiellement résolues en raison de l'absence cruciale d'informations vitales pour la conduite éthique de la recherche.

En termes d'avantages procurés, cette étude offre plusieurs pistes de recherche, particulièrement dans la prise en considération des dimensions institutionnelles dans les décisions de localisation. Cette recherche serait probablement la locomotive pour d'autres études portant sur d'autres pays du Maghreb comme l'Algérie et la Tunisie. Cette étude ouvre les portes à d'autres chercheurs pour intégrer la variable institutionnelle diplomatique dans les études, notamment dans les pays africains où plusieurs problèmes d'ordre politique et diplomatique existent, à l'instar du déclin de la Françafrique, des coups d'État récents du Niger, du Gabon et du conflit au Mali. Nous invitons également les chercheurs à approcher le phénomène des F&As en Afrique par sous-région afin d'approcher plus le phénomène, car les cultures en Afrique sont nombreuses et les idéologies politiques également y diffèrent.

En matière de création de valeurs, les futures recherches au cas où les données sur les entreprises en ASS seraient disponibles doivent impérativement intégrer d'autres variables. En effet, les bases de données fortement manipulées dans les études en F&As qui sont Refinitiv et Zephyr ne renseignent pas des informations relatives à la méthode de paiement, les valeurs de transactions, les conseillers financiers, les banques d'investissements et les auditeurs dans les opérations de F&As en Afrique. Ces éléments restent dans l'ombre, échappant en conséquence à notre analyse.

Nous conseillons en l'occurrence aux futurs chercheurs d'inclure ces variables comme déterminants de création et d'analyser leur influence à travers la régression transversale dans les études d'événements. Il serait également intéressant de rapprocher la richesse créée dans les entreprises marocaines engagées dans les opérations de F&As avec la création de richesse chez leurs homologues sud-africains, égyptiens et nigériens pour évaluer la création de richesse chez

les investisseurs intra-africains tenant compte des particularités institutionnelles de chaque marché.

Notre vision holistique est entravée par les lacunes d'informations. Ainsi, émettons une recommandation audacieuse et visionnaire : que les pays africains s'ouvrent aux horizons de la digitalisation et que les entreprises se parent de la transparence comme d'une vertu cardinale. Nous croyons que le moment est venu de faire de la transparence la clé de voûte de la prochaine ère de prospérité scientifique africaine dans la discipline des sciences de gestion.

BIBLIOGRAPHIE

- Aalbers, R. (H. L), McCarthy, K. J., & Heimeriks, K. H. (2021). Market reactions to acquisition announcements : The importance of signaling ‘why’ and ‘where’. *Long Range Planning*, 54(6), 102105.
- Abourabi, Y. (2016). Les relations internationales du Maroc : Le Maroc à la recherche d’une identité stratégique. In A. Boutaleb, B. Dupret, J.-N. Ferrié, & Z. Rhani (Éds.), *Le Maroc au présent : D’une époque à l’autre, une société en mutation*, Description du Maghreb (p. 569-604). Maroc: Centre Jacques-Berque.
- Abouzzohour, Y. (2020, juillet 29). Progress and missed opportunities : Morocco enters its third decade under King Mohammed VI. *Brookings*.
- Adama, T. Y., Jouali, J., & Arwata, S. (2013). Identifying factors influencing Moroccan SMEs internationalization. *International Journal of Economics and Management*, 1, 49-63.
- Adra, S., Hamadi, M., & Yuan, J. (2023). Top-tier advisors and the market feedback dynamics in cross-border M&As. *International Review of Financial Analysis*, 86, 102495.
- A.Elhakeem, A., & Elgiziry, K. (2016). The Impact of Acquisitions Deals Announcement According to Financing Decisions on Value of Listed Acquiring Companies at Egyptian Stock Exchange. *Accounting and Finance Research*, 5(4), Article 4.
- Afman, E. R. (2010). *Diplomatic relations and trade reorientation in transition countries* (p. 278-295).
- African Natural Resources Center. (2016). *Catalyzing growth and development through effective natural resources management*. African Development Bank Group.
- Commission d'Union Africaine. (2015). *Agenda 2063 The Africa we want* (p. 24). Addis Ababa, Ethiopia: African Union.
- Agarwal, J. (1980). Determinants of foreign direct investment : A survey. *Review of World Economics (Weltwirtschaftliches Archiv)*, 116(4), 739-773.
- Agbloyor, Elikplimi Komla. (2011). *Financial Markets and Cross Border Mergers and Acquisitions in Africa* (SSRN Scholarly Paper No. ID 1914478). Rochester, NY: Social Science Research Network.
- Agbloyor, E. K., Abor, J., Adjasi, C. K. D., & Yawson, A. (2012). Domestic banking sector development and cross border mergers and acquisitions in Africa. *Review of Development Finance*, 2(1), 32-42.

- Agrawal, A., Cooper, T., Lian, Q., & Wang, Q. (2013). Common Advisers in Mergers and Acquisitions : Determinants and Consequences. *The Journal of Law and Economics*, 56(3), 691-740.
- Aharoni, Y., & Ramamurti, R. (2008). The internationalization of multinationals. In J. J. Boddewyn (Éd.), *International Business Scholarship : AIB Fellows on the First 50 Years and Beyond* (Vol. 14, p. 177-201). Emerald Group Publishing Limited.
- Ahern, K. R., Daminelli, D., & Fracassi, C. (2015). Lost in translation? The effect of cultural values on mergers around the world. *Journal of Financial Economics*, 117(1), 165-189.
- Ahern, K. R., & Harford, J. (2014). The Importance of Industry Links in Merger Waves. *The Journal of Finance*, 69(2), 527-576.
- Ahern, K., & Weston, J. (2007). M&As : The Good, the Bad, and the Ugly. *J Appl Finance*, 17.
- Ahmad, M. F., Lambert, T., Martin-Flores, J. M., & Petit-Romec, A. (2022, mai 29). Democracy and Cross-Border Mergers. SSRN Scholarly Paper, Rochester, NY.
- Ahmed, B., Xie, H., Ali, Z., Ahmad, I., & Guo, M. (2022). Internationalization of emerging economies : Empirical investigation of cross-border mergers & acquisitions and greenfield investment by Chinese firms. *Journal of Innovation & Knowledge*, 7(3), 100200.
- Aibai, A., Huang, X., Luo, Y., & Peng, Y. (2019). Foreign Direct Investment, Institutional Quality, and Financial Development along the Belt and Road : An Empirical Investigation. *Emerging Markets Finance and Trade*, 55(14), 3275-3294.
- Aizenman, J., & Glick, R. (2009). Sovereign Wealth Funds : Stylized Facts about their Determinants and Governance*. *International Finance*, 12(3), 351-386.
- Akben Selcuk, E. (2015). Do Mergers and Acquisitions Create Value for Turkish Target Firms? An Event Study Analysis. *Procedia Economics and Finance*, 30, 15-21.
- Akerlof, G. A. (1970). The Market for « Lemons » : Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500.
- Aksom, H., & Tymchenko, I. (2020). How institutional theories explain and fail to explain organizations. *Journal of Organizational Change Management*, 33(7), 1223-1252.
- Akwagyiram, A. (2021, décembre 17). Moroccan banks target francophone west Africa. <https://www.ft.com/content/a6e61363-88a3-4059-b837-8551b54dea4c>
- Alaoui, M. C. (2016). La liste complète des hommes d'affaires qui accompagnent le roi dans sa tournée africaine. *Le 360 Français*.
- Albouy, M. (2006). Théorie, applications et limites de la mesure de la création de valeur. *Revue française de gestion*, 160(1), 139-157.

- Albuquerque Junior, M., Filipe, J. A., Jorge Neto, P. de M., & da Silva, C. (2021). The Study of Events Approach Applied to the Impact of Mergers and Acquisitions on the Performance of Consulting Engineering Companies. *Mathematics*, 9(2), 130.
- Aleksanyan, M., Hao, Z., Vagenas-Nanos, E., & Verwijmeren, P. (2021). Do state visits affect cross-border mergers and acquisitions? *Journal of Corporate Finance*, 66, 101800.
- Aleksynska, M., & Havrylchuk, O. (2013). FDI from the south : The role of institutional distance and natural resources. *European Journal of Political Economy*, 29, 38-53.
- Alesina, A., & Giuliano, P. (2015). Culture and Institutions. *Journal of Economic Literature*, 53(4), 898-944.
- Alexandridis, G., Antypas, N., & Travlos, N. (2017). Value creation from M&As : New evidence. *Journal of Corporate Finance*, 45, 632-650.
- Alexandridis, G., Fuller, K. P., Terhaar, L., & Travlos, N. G. (2013). Deal size, acquisition premia and shareholder gains. *Journal of Corporate Finance*, 20, 1-13.
- Alexandridis, G., Mavrovitis, C. F., & Travlos, N. G. (2012). How have M&As changed? Evidence from the sixth merger wave. *The European Journal of Finance*, 18(8), 663-688.
- Alexandridis, G., Petmezas, D., & Travlos, N. G. (2010). Gains from mergers and acquisitions around the world : New evidence. *Financial Management*, 39(4), 1671-1695.
- Ali, A., & Zhang, W. (2015). CEO tenure and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 59(1), 60-79.
- Ali, K. (2019). *Determinants of Foreign Direct Investment Inflows in Southern African Development Community (SADC) Member Countries*. 2, 616-623.
- Alimov, A., & Officer, M. S. (2017). Intellectual property rights and cross-border mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 45, 360-377.
- Al-Khouri, R. (2015). Determinants of foreign direct and indirect investment in the MENA region. *The Multinational Business Review*, 23(2), 148-166.
- Allen, M. (2017). *The SAGE Encyclopedia of Communication Research Methods*. SAGE Publications, Inc.
- Allgood, S., & Farrell, K. A. (2000). The Effect of Ceo Tenure on the Relation Between Firm Performance and Turnover. *Journal of Financial Research*, 23(3), 373-390.
- Alotaibi, A. R., & Mishra, A. V. (2014). Chapter 31—Determinants of International Financial Integration of GCC Markets. In M. Arouri, S. Boubaker, & D. Nguyen (Éds.), *Emerging Markets and the Global Economy* (p. 749-771). San Diego: Academic Press.

- Alshammari, N., Al-Halaq, S., & Al-Shammari, D. (2016). Testing The FDI Hypothesis Of Location Advantage In The Case Of Kuwait. *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 32, 597.
- Álvarez, O. (2015). La diplomatie économique en Espagne. *Géoéconomie*, 75(3), 109-116.
- Amal, M., Raboch, H., & Tomio, B. T. (2009). Strategies and Determinants of Foreign Direct Investment (FDI) from Developing Countries : Case Study of Latin America. *Latin American Business Review*, 10(2-3), 73-94.
- Amankwah-Amoah, J. (2016). Coming of age, seeking legitimacy : The historical trajectory of African management research. *Critical perspectives on international business*, 12(1), 22-39.
- Amargui, L. (2006). L'enseignement de la langue française à l'université marocaine. *Le français aujourd'hui*, 154(3), 77-81.
- Amewu, G., & Alagidede, P. (2018). Do mergers and acquisitions announcements create value for acquirer shareholders in Africa. *International Journal of Finance & Economics*, 23(4), 606-627.
- Amewu, G., & Alagidede, P. (2019). Mergers and executive compensation changes : Evidence from African markets. *Research in International Business and Finance*, 48(C), 397-419.
- AMMC. (2020). *Prospectus augmentation de capital de compagnie d'assurances et de reassurances Atlanta s.a. (Atlanta) au titre d'une opération de fusion-absorption de Sanad S.A. AMMC*.
- Anarfo, E. B., Agoba, A. M., Sare, Y. A., & Gameti, D. K. (2021). Energy access and foreign direct investment in an emerging market : The Ghanaian perspective. *International Journal of Energy Sector Management*, 15(5), 969-986.
- Andrade, G., Mitchell, M., & Stafford, E. (2001). New evidence and perspectives on mergers. *Journal of Economic Perspectives*, 15, 103-120.
- André, P., Ben-Amar, W., & Saadi, S. (2014). Family firms and high technology Mergers & Acquisitions. *Journal of Management & Governance*, 18(1), 129-158.
- Andriuskevicius, K. (2019). Comparison of Value Creation through M&A in European Union. *Engineering Economics*, 30(2), Article 2.
- Angwin, D. (2015). Mergers and Acquisitions. *Wiley Encyclopedia of Management* (p. 1-3). American Cancer Society.
- Angwin, D. N., Mellahi, K., Gomes, E., & Peter, E. (2016). How communication approaches impact mergers and acquisitions outcomes. *The International Journal of Human Resource Management*, 27(20), 2370-2397.

- Anwar, A. I., & Mughal, M. Y. (2017). Out of Africa? Locational determinants of South African cross-border mergers and acquisitions. *Applied Economics*, 49(33), 3263-3279.
- Are, O. (2013). Conceptual Issues in Second Language Research in Africa. *linguistik online*, 58.
- Argyris, C., & Schön, D. A. (1978). *Organizational Learning : A Theory of Action Perspective*. Addison-Wesley Publishing Company.
- Arik, E., & Kutan, A. M. (2015). Do Mergers and Acquisitions Create Wealth Effects? Evidence from Twenty Emerging Markets. *Eastern European Economics*, 53(6), 529-550.
- Armitage, S. (1995). Event Study Methods and Evidence on Their Performance. *Journal of Economic Surveys*, 9(1), 25-52.
- Armour, J., Jacobs, J., & Milhaupt, C. (2011). The Evolution of Hostile Takeover Regimes in Developed and Emerging Markets : An Analytical Framework. *Harvard International Law Journal*, 52.
- Arvanitis, S., & Stucki, T. (2015). Do mergers and acquisitions among small and medium-sized enterprises affect the performance of acquiring firms? *International Small Business Journal*, 33(7), 752-773.
- Asiedu, E. (2002). On the determinants of foreign direct investment to developing countries : Is Africa different? *World Development*, 30, 107-119.
- Asiedu, E. (2006). Foreign Direct Investment in Africa : The Role of Natural Resources, Market Size, Government Policy, Institutions and Political Instability. *The World Economy*, 29(1), 63-77.
- Asiedu, E., & Lien, D. (2011). Democracy, foreign direct investment and natural resources. *Journal of International Economics*, 84(1), 99-111.
- Asmae, A., & Ahmed, B. (2019). Impact of the Exchange Rate and Price Volatility on FDI Inflows : Case of Morocco and Turkey. *Applied Economics and Finance*, 6(3), Article 3.
- Asongu, S. A., Kosselle, T. P. Y., & Nnanna, J. (2021). Not all that glitters is gold : Political stability and trade in Sub-Saharan Africa. *Crime, Law and Social Change*, 75(5), 469-485.
- Asongu, S., Akpan, U. S., & Isihak, S. R. (2018). Determinants of foreign direct investment in fast-growing economies : Evidence from the BRICS and MINT countries. *Financial Innovation*, 4(1), 26.
- Asquith, P., Bruner, R. F., & Mullins, D. W. (1983). The gains to bidding firms from merger. *Journal of Financial Economics*, 11(1), 121-139.
- Asquith, P., & Kim, E. H. (1982). The Impact of Merger Bids on the Participating Firms' Security Holders. *The Journal of Finance*, 37(5), 1209-1228.

- Aswik, N. (2017). *حصار قطر : سياقات الأزمة الخليجية وتداعياتها* (p. 200). Doha, Qatar: مركز الجزيرة للدراسات.
- Audia, P. G., Locke, E. A., & Smith, K. G. (2000). The Paradox of Success : An Archival and a Laboratory Study of Strategic Persistence Following Radical Environmental Change. *Academy of Management Journal*, 43(5), 837-853.
- Awapara, O. (2015, mai). *Foreign direct investment and authoritarian regimes : An empirical analysis* (Thesis).
- AWB. (2007). *Rapport annuel du groupe AWB 2007*. Casablanca, Maroc: Attijari Wafabank.
- AWB. (2009). *Rapport annuel d'activité* (p. 213). Casablanca, Maroc: Attijari Wafabank.
- AWB. (2012). *Etats financiers du Groupe AWB*. Casablanca, Maroc: Groupe AWB.
- AWB. (2014). *Etats financiers du groupe AWB*. Casablanca, Maroc: Groupe AWB.
- AWB. (2015). *Etats financiers du groupe AWB*. Casablanca, Maroc: Groupe AWB.
- AWB. (2017). *Etats financiers du Groupe AWB*. Casablanca, Maroc: Groupe AWB.
- AWB. (2019). *Etats financiers du groupe AWB*. Casablanca, Maroc: Groupe AWB.
- AWB. (2021). *Etats financiers du groupe AWB*. Casablanca, Maroc: Groupe AWB.
- AWB. (2022). *Rapport financier 2021*. AttijariWafabank. https://www.ammc.ma/sites/default/files/AWB_RFA_2021_def.pdf
- AWB. (2019b). *M. Mohamed EL KETTANI, Président Directeur Général du groupe Attijariwafa bank, élevé au grade de Commandeur de l'Ordre National de Côte d'Ivoire | Attijariwafa bank*. <https://www.attijariwafabank.com/fr/espace-media/actualites/m-mohamed-el-kettani-president-directeur-general-du-groupe-attijariwafa>
- AWB. (2023). *Gouvernance et organisation au sein du Groupe Attijariwafa bank*.
- Aybar, B., & Ficici, A. (2009). Cross-border Acquisitions and Firm Value : An Analysis of Emerging-Market Multinationals. *Journal of International Business Studies*, 40(8), 1317-1338.
- Aziz, O. G. (2018). Institutional quality and FDI inflows in Arab economies. *Finance Research Letters*, 25, 111-123.
- Aziz, Omar G., & Mishra, A. V. (2016). Determinants of FDI inflows to Arab economies. *The Journal of International Trade & Economic Development*, 25(3), 325-356.
- Bailey, N. (2018). Exploring the relationship between institutional factors and FDI attractiveness : A meta-analytic review. *International Business Review*, 27(1), 139-148.
- Baisset, D., Juhel, C., & Maatouk, S. (2020). Les enjeux juridiques de l'intégration du Maroc à l'espace OHADA – Presses Universitaires Perpignan. *Revue Franco-Maghrébine de Droit*.

<https://pup.univ-perp.fr/index.php/product/les-enjeux-juridiques-de-lintegration-du-maroc-a-lespace-ohada/>

- Balasubramanyam, V. N., Salisu, M., & Sapsford, D. (1996). Foreign Direct Investment and Growth in EP and is Countries. *The Economic Journal*, 106(434), 92-105.
- Ball, R., & Brown, P. (1968). EMPIRICAL EVALUATION OF ACCOUNTING INCOME NUMBERS. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159-178.
- BAM. (2023). *Historique du régime de change*. BANK AL-MAGHRIB. <https://www.bkam.ma/Trouvez-l-information-concernant/Reforme-du-regime-de-change/Historique-du-regime-de-change>
- Banque Africaine de Développement. (2017). *Africa To Africa Investment. A first look*. Banque africaine de développement. https://www.afdb.org/fileadmin/uploads/afdb/Documents/Generic-Documents/Africa-To-Africa_Investment-A_First_Look.pdf
- Banque africaine de developpement. (2019). *COUNTRY RESULTS BRIEF 2019 MOROCCO*. African Development Bank.
- Banque Africaine de Développement. (2020). *Intra-African Foreign Direct Investment and Employment : A Case Study* (Text 335). African Development Bank. <https://www.afdb.org/fr/documents/working-paper-335-intra-african-foreign-direct-investment-fdi-and-employment-case-study>
- Banque Africaine de Développement. (2019, février 7). *AFDB and Morocco, a model of partnership for nearly half a century* [Text]. African Development Bank - Building Today, a Better Africa Tomorrow; African Development Bank Group. <https://www.afdb.org/en/news-and-events/afdb-and-morocco-a-model-of-partnership-for-nearly-half-a-century-15973>
- Banque européenne d'investissement. (2020). *Le secteur bancaire en Afrique : Financer la transformation sur fond d'incertitude*. https://www.eib.org/attachments/efs/economic_report_banking_africa_2020_fr.pdf
- Banque mondiale. (2021, juillet 1). *Données de la part des secteurs des services, industriel, primaire sans PIB*. <https://data.worldbank.org/indicator>
- Banque mondiale. (2023a). *Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP)—Morocco, South Africa, Egypt, Arab Rep., Nigeria, Tunisia, Algeria*. World Bank Open Data. <https://data.worldbank.org>

- Banque mondiale. (2023b). *Market capitalization of listed domestic companies (current US\$)—Morocco, South Africa, Nigeria, Egypt, Arab Rep., Algeria*. World Bank Open Data. <https://data.worldbank.org>
- Banque mondiale. (2023c). *PIB des nations en 2021*. World Bank Open Data. <https://data.worldbank.org>
- Barai, P., & Mohanty, P. (2014). Role of industry relatedness in performance of Indian acquirers—Long and short run effects. *Asia Pacific Journal of Management*, 31(4), 1045-1073.
- Barde, I. M., & Salisu, M. (2015). *Short-Term Effects of Mergers and Acquisitions in the Nigerian Banking Industry*. 10.
- Barkema, H. G., Bell, J. H. J., & Pennings, J. M. (1996). Foreign Entry, Cultural Barriers, and Learning. *Strategic Management Journal*, 17(2), 151-166.
- Barkoulas, J. T., Baum, C. F., & Chakraborty, A. (2001). Waves and persistence in merger and acquisition activity. *Economics Letters*, 70(2), 237-243.
- Barry, F., Görg, H., & McDowell, A. (2003). Outward FDI and the Investment Development Path of a Late-industrializing Economy : Evidence from Ireland. *Regional Studies*, 37(4), 341-349. <https://doi.org/10.1080/0034340032000074389>
- Basdas, U., & Oran, A. (2014). Event studies in Turkey. *Borsa Istanbul Review*, 14(3), 167-188.
- Basedau, M., & De Juan, A. (2008). *The 'Ambivalence of the Sacred' in Africa : The Impact of Religion on Peace and Conflict in Sub-Saharan Africa*. German Institute of Global and Area Studies (GIGA).
- Basi, R. S. (1963). *Determinants of United States Private Direct Investment in Foreign Countries* (Kent). Kent State University Press.
- Basuil, D. A., & Datta, D. K. (2015). Effects of Industry- and Region-Specific Acquisition Experience on Value Creation in Cross-Border Acquisitions : The Moderating Role of Cultural Similarity. *Journal of Management Studies*, 52(6), 766-795.
- Batschauer da Cruz, C. B., Eliete Floriani, D., & Amal, M. (2020). The OLI Paradigm as a comprehensive model of FDI determinants : A sub-national approach. *International Journal of Emerging Markets*, 17(1), 145-176.
- Battisti, E., Christofi, M., Vrontis, D., & Nirino, N. (2021). Past, present, and future of mergers and acquisitions in the MENA region : A systematic review and integrative framework. *International Studies of Management & Organization*, 51(3), 276-296.

- BCG. (2023a). *Ten Lessons from 20 Years of BCG's M&A Report*. Boston Consulting Group.
<https://mkt-bcg-com-public-pdfs.s3.amazonaws.com/prod/ten-lessons-to-succeed-on-mergers-and-acquisitions.pdf>
- BCG. (2023b, octobre 12). *2023 M&A Report : M&A Is Looking Up After Bottoming Out*. BCG Global.
<https://www.bcg.com/publications/2023/m-and-a-outlook-looking-up-after-bottoming-out>
- BCP. (2021). *Rapport financier 2020*. Groupe BCP.
https://www.groupebcp.com/fr/GBP_Finances/Rapport_Financier_2020_3004.pdf
- Beaulieu, E., Lian, Z., & Wan, S. (2020). Presidential Marketing : Trade Promotion Effects of State Visits. *Global Economic Review*, 49(3), 309-327.
- Becheikh, N. (2021). Political stability and economic growth in developing economies : Lessons from Morocco, Tunisia and Egypt ten years after the Arab Spring. *Insights into Regional Development*, 3(2), 229-251.
- Bedford, A., Bugeja, M., Czernkowski, R., & Bond, D. (2023). Is the effect of shared auditors driven by shared audit partners? The case of M&As. *The British Accounting Review*, 55(2), 101100.
- Behanzin, P. C., Saïnou, J., Dossou-Vou, R., & Dossou-Yovo, C. (2021). Diplomatie économique et investissements directs étrangers au Bénin. *Revue d'Etudes en Management et Finance d'Organisation*, 6(2), Article 2.
- Beitel, P., Schiereck, D., & Wahrenburg, M. (2002). *Explaining the M&A-success in European Bank Mergers and Acquisitions*.
- Belgaid, A. (2020). Chapitre 31. L'implantation des banques marocaines en Afrique : Un modèle réussi de la coopération Sud-Sud – Cas du groupe Attijariwafa Bank. In *Africa Positive Impact* (p. 324-333). EMS Editions.
- Bellak, C. (2001). *The Austrian investment development path /: Christian Bellak*.
<https://digitallibrary.un.org/record/459792>
- Beltratti, A., & Paladino, G. (2013). Is M&A different during a crisis? Evidence from the European banking sector. *Journal of Banking & Finance*, 37(12), 5394-5405.
- BempongNyantaky, E., & Mouhamoudou, S. (2015). *Le système bancaire en Afrique : Principaux faits et défis*. Groupe de la banque africaine de développement.
- Ben Aissa, H. (2001). *Quelle méthodologie de recherche appropriée pour une construction de la recherche en gestion ?* 27.

- Benazzi, S., & RouieSSI, I. (2017). *Analyse de la concurrence bancaire au Maroc : Approche de Panzar et Rosse* (Document de travail 2017-1). Bank Al-Maghrib, Département de la Recherche. https://econpapers.repec.org/paper/risbkamdt/2017_5f001.htm
- Bende-Nabende, A. (2002). Foreign direct investment determinants in Sub-Sahara Africa : A co-integration analysis. *Economics Bulletin*, 6(4), 1-19.
- Benis, S. (2019). *The Moroccan-Saudi Rift : The Shattering of a Privileged Political Alliance* (p. 21). Al Jazeera Centre for Studies.
- Bentaleb, C., & Louitri, A. (2011). La construction de la croissance des PME au Maroc. *Management Avenir*, n° 43(3), 77-81.
- Benzakour, F. (2007). Langue française et langues locales en terre marocaine : Rapports de force et reconstructions identitaires. *Hérodote*, 126(3), 45-56.
- Berhab, R., & Zarkik, A. (2023). *The case of green hydrogen in Morocco*. Policy center for the new south. <https://www.policycenter.ma/publications/case-green-hydrogen-morocco>
- Bergh, D. D., Ketchen, D. J., Orlandi, I., Heugens, P. P. M. A. R., & Boyd, B. K. (2019). Information Asymmetry in Management Research : Past Accomplishments and Future Opportunities. *Journal of Management*, 45(1), 122-158.
- Berkovitch, E., & Narayanan, M. P. (1993). Motives for Takeovers : An Empirical Investigation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28(3), 347-362.
- Berle, A. A., & Means, G. C. (1933). *The modern corporation and private property*. Macmillan. <http://books.google.com/books?id=zaZZAAAAYAAJ>
- Bertrand, M. (2009). CEOs. *Annual Review of Economics*, 1(1), 121-150.
- Bertrand, O., Betschinger, M.-A., & Settles, A. (2016). The relevance of political affinity for the initial acquisition premium in cross-border acquisitions. *Strategic Management Journal*, 37(10), 2071-2091.
- Bertrand, O., & Capron, L. (2015). Productivity enhancement at home via cross-border acquisitions : The roles of learning and contemporaneous domestic investments. *Strategic Management Journal*, 36(5), 640-658.
- Bertrand, O., & Zuniga, P. (2006). R&D and M&A : Are cross-border M&A different? An investigation on OECD countries. *International Journal of Industrial Organization*, 24(2), 401-423.
- Bessac-Vaure, S. (2016). Étude comparative des administrations française et espagnole dans le Maroc colonial, 1912-1936. *Monde(s)*, 9(1), 185-203.

- Beugelsdijk, S., Kostova, T., Kunst, V. E., Spadafora, E., & van Essen, M. (2018). Cultural Distance and Firm Internationalization: A Meta-Analytical Review and Theoretical Implications. *Journal of Management*, 44(1), 89-130.
- Bevan, A. A., & Estrin, S. (2004). The determinants of foreign direct investment into European transition economies. *Journal of Comparative Economics*, 32(4), 775-787.
- BFMTV. (2012). *Le sud-coréen KT fait une offre sur Maroc Telecom*. BFM BUSINESS. https://www.bfmtv.com/economie/entreprises/culture-loisirs/le-sud-coreen-kt-fait-une-offre-sur-maroc-telecom_AN-201212260125.html
- Bhagat, S., Malhotra, S., & Zhu, P. (2011). Emerging country cross-border acquisitions: Characteristics, acquirer returns and cross-sectional determinants. *Emerging Markets Review*, 12(3).
- Bhattacharyya, S., & Nain, A. (2011). Horizontal acquisitions and buying power: A product market analysis. *Journal of Financial Economics*, 99(1), 97-115.
- Bhattarai, K., Prasuna, A., & Kumar, S. N. V. S. (2021). Economic and Institutional Determinants of Mergers & Acquisitions in BRICS, G7 and G20 Economies. *Journal of Applied Business and Economics*.
- Bi, X., Tang, J., & Tharyan, R. (2020). Switching due diligence auditor in Chinese mergers and acquisitions. *Research in International Business and Finance*, 54, 101244.
- Bi, X., & Wang, D. (2018). Top-tier financial advisors, expropriation and Chinese mergers & acquisitions. *International Review of Financial Analysis*, 57, 157-166.
- Bi, Y., Ren, Z., & Bao, K. (2020). Does distance matter in foreign direct investment sub-national location choice? Evidence from China. *Frontiers of Business Research in China*, 14(1), Article 1.
- Bick, P., Crook, M. D., Lynch, A. A., & Walkup, B. R. (2017). Does Distance Matter in Mergers and Acquisitions? *Journal of Financial Research*, 40(1), 33-54.
- Bishku, M. B. (2021). Morocco and Sub-Saharan Africa: In the Shadow of the Western Sahara Dispute. *Contemporary Review of the Middle East*, 23477989211017568.
- Bittlingmayer, G. (1985). Did Antitrust Policy Cause the Great Merger Wave? *Journal of Law and Economics*, 28(1), 77-118.
- Bjorvatn, K. (2004). Economic integration and the profitability of cross-border mergers and acquisitions. *European Economic Review*, 48(6), 1211-1226.
- Black, B. S. (2000). The First International Merger Wave (and the Fifth and Last U.S. Wave). *SSRN Electronic Journal*.

- Blonigen, B. A. (2005). A Review of the Empirical Literature on FDI Determinants. *Atlantic Economic Journal*, 33(4), 383-403.
- Bloomberg. (2013, novembre 5). Etisalat to Acquire Vivendi's Maroc Stake for \$5.7 Billion. *Bloomberg.com*. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2013-11-05/etisalat-extends-talks-with-vivendi-on-maroc-telecom>
- Bloomberg, Z. (2023). *Saudi Arabia and South Korea Lead, Latin America Lags in Emerging-Market Recovery*. BQ Prime. <https://www.bqprime.com/onweb/saudi-south-korea-lead-latin-america-lags-in-em-recovery-map>
- Boateng, A., Du, M., Bi, X., & Lodorfos, G. (2019). Cultural distance and value creation of cross-border M&A : The moderating role of acquirer characteristics. *International Review of Financial Analysis*, 63, 285-295.
- Boateng, A., Du, M., Wang, Y., Wang, C., & Ahammad, M. F. (2017). Explaining the surge in M&A as an entry mode : Home country and cultural influences. *International Marketing Review*, 34(1), 87-108.
- Boateng, A., Hua, X., Uddin, M., & Du, M. (2014). Home country macroeconomic factors on outward cross-border mergers and acquisitions : Evidence from the UK. *Research in International Business and Finance*, 30, 202-216.
- Bodnaruk, A., Massa, M., & Simonov, A. (2009). Investment Banks as Insiders and the Market for Corporate Control. *The Review of Financial Studies*, 22(12), 4989-5026.
- Bodt, E. D., Cousin, J.-G., & Imad'Eddine, G. (2013). Fusions-acquisitions et efficience allocationnelle. *Revue d'economie financiere*, N° 110(2), 15-43.
- Bokpin, G. A., Mensah, Lord, & Asamoah, M. E. (2015). Foreign direct investment and natural resources in Africa. *Journal of Economic Studies*, 42(4), 608-621.
- Bollaert, H., & Delanghe, M. (2015). Securities Data Company and Zephyr, data sources for M&A research. *Journal of Corporate Finance*, 33, 85-100.
- Borg, J. R., Borg, M. O., & Leeth, J. D. (1989). The success of mergers in the 1920s : A stock market appraisal of the second merger wave. *International Journal of Industrial Organization*, 7(1), 117-131.
- Borthwick, J., Ali, S., & Pan, X. (2020). Does policy uncertainty influence mergers and acquisitions activities in China? A replication study. *Pacific-Basin Finance Journal*, 62, 101381.
- Bösecke, K. (2009). Value creation in mergers and acquisitions – theoretical paradigms and past research. In K. Bösecke (Éd.), *Value Creation in Mergers, Acquisitions, and Alliances* (p. 25-40). Gabler.

- Bouayad, M. H. (2014). *La politique de la concurrence et la régulation sectorielle : Interfaces juridiques et architecture institutionnelle* (Publications du centre de droit, des obligations et contrats (cdoc)). Faculté de droit de Fès.
- Boukendoura, A. (2021). إخضاع اندماج المؤسسات الاقتصادية لرقابة مجلس المنافسة. *revue critique de droit et sciences politiques*, 16(4), 119-137.
- Boulakhbar, M., Lebrouhi, B., Kousksou, T., Smouh, S., Jamil, A., Maaroufi, M., & Zazi, M. (2020). Towards a large-scale integration of renewable energies in Morocco. *Journal of Energy Storage*, 32, 101806.
- Bouoiyour, J. (2007). The determining factors of foreign direct investment in Morocco. *Savings and Development*, 31(1), 91-106.
- Bouyzem, M., & Meriouh, Y. A. (2017). La recherche en sciences de gestion : étapes, paradigmes épistémologiques et justification de la connaissance. *Revue Economie, Gestion et Société*, 14, Article 14.
- Boyacigiller, N. (1990). The Role of Expatriates in the Management of Interdependence Complexity and Risk in Multinational Corporations. *Journal of International Business Studies*, 21(3), 357-381.
- Boyer, A. (2022). 6. L'essentialisme. In *Introduction à la lecture de Karl Popper* (p. 100-115). Éditions Rue d'Ulm.
- Brabet, J. (1988). Faut-il encore parler d'approche qualitative et d'approche quantitative ? *Recherche et Applications en Marketing*, 3(1), 75-89.
- Brada, J. C., Drabek, Z., & Iwasaki, I. (2021). Does Investor Protection Increase Foreign Direct Investment? A Meta-Analysis. *Journal of Economic Surveys*, 35(1), 34-70.
- Bradley, L., Noble, N., & Hendricks, B. (2020). The APA Publication Manual : Changes in the Seventh Edition. *The Family Journal*, 28(2), 126-130.
- Brannen, M. Y., Piekkari, R., & Tietze, S. (2014). The multifaceted role of language in international business : Unpacking the forms, functions and features of a critical challenge to MNC theory and performance. *Journal of International Business Studies*, 45(5), 495-507.
- Branson, W. H., & Henderson, D. W. (1985). Chapter 15 The specification and influence of asset markets. In R. W. Jones & P. B. Kenen (Éds.), *Handbook of International Economics* (Vol. 2, p. 749-805). Elsevier.
- Brealey, R. (2012). *Fundamentals of Corporate Finance*. McGraw-Hill.
- Bretas, V. P. G., Alon, I., Paltrinieri, A., & Chawla, K. (2022). Bibliometric review on FDI attractiveness factors. *European Journal of International Management*, 17(2-3), 469-499.

- Briciu, L., & Nivoix, S. (2009). Mise en perspective d'un siècle de fusions-acquisitions en Europe et aux Etats-Unis. *Management Avenir*, n° 26(6), 52-73.
- Bridgewater Africa (Réalisateur). (2022, juin 1). *Mergers & Acquisitions in Africa—Trends & Outlook*. <https://www.youtube.com/watch?v=nUdT6i3ynAc>
- Bris, A., & Cabolis, C. (2008). The Value of Investor Protection : Firm Evidence from Cross-Border Mergers. *The Review of Financial Studies*, 21(2), 605-648.
- Britel, F., & Haj Khelifa, S. (2016). La promotion du financement des PME marocaines : Apport de la garantie institutionnelle. *Critique économique*, 34.
- Brooks, J., & Lewis, M. (1999). *The Go-Go Years : The Drama and Crashing Finale of Wall Street's Bullish 60s* (New edition). Wiley.
- Brown, S. J., & Warner, J. B. (1980). Measuring security price performance. *Journal of Financial Economics*, 8(3), 205-258.
- Bruner, R. F. (2002). Does M&A Pay? *The Journal of Applied Finance*, 12(1), 1-34.
- Bruton, G. D., Oviatt, B. M., & White, M. A. (1994). PERFORMANCE OF ACQUISITIONS OF DISTRESSED FIRMS. *Academy of Management Journal*, 37(4), 972-989.
- Bryman, A., & Bell, E. (2015). *Business Research Methods* (4ème). Oxford University Press.
- Bu, J., Luo, Y., & Zhang, H. (2022). The dark side of informal institutions : How crime, corruption, and informality influence foreign firms' commitment. *Global Strategy Journal*, 12(2), 209-244.
- Buckley, P., Cavusgil, S. T., Elia, S., & Munjal, S. (2023). The evolution of emerging economy multinationals. *Journal of Business Research*, 160, 113746.
- Buckley, P. J. (2002). Is the International Business Research Agenda Running Out of Steam? *Journal of International Business Studies*, 33(2), 365-373.
- Buckley, P. J., & Casson, M. (1976). *Future of the Multinational Enterprise*. Palgrave Macmillan UK. <https://doi.org/10.1007/978-1-349-02899-3>
- Buckley, P. J., Clegg, L. J., Cross, A. R., Liu, X., Voss, H., & Zheng, P. (2007). The Determinants of Chinese Outward Foreign Direct Investment. *Journal of International Business Studies*, 38(4), 499-518.
- Buckley, P. J., Forsans, N., & Munjal, S. (2012). Host-home country linkages and host-home country specific advantages as determinants of foreign acquisitions by Indian firms. *International Business Review*, 21(5), 878-890.
- Buckley, P. J., Yu, P., Liu, Q., Munjal, S., & Tao, P. (2016). The Institutional Influence on the Location Strategies of Multinational Enterprises from Emerging Economies : Evidence from

- China's Cross-border Mergers and Acquisitions. *Management and Organization Review*, 12(3), 425-448.
- Bureau van Dijk. (2020). *Zephyr* [Logiciel]. Bureau van Dijk.
- Burns, T., & Stalker, G. M. (1961). *The management of innovation*. Tavistock Publications.
- Busetto, L., Wick, W., & Gumbinger, C. (2020). How to use and assess qualitative research methods. *Neurological Research and Practice*, 2(1), 14.
- Bushnell, J. (1957). Company mergers in Australia 1946-56. *Economic Record*, 33(66), 361-377.
- BusinessWeek. (2002, octobre 12). The merger hangover : How most big acquisitions have destroyed shareholder value. *Bloomberg Businessweek*.
- BVC. (2005). *Rapport annuel d'activité* (p. 40). Bourse de valeurs de Casablanca. https://media.casablanca-bourse.com/sites/default/files/BourseWeb/UserFiles/File/Rapport_activite_2005.pdf
- BVC. (2008). *Rapport annuel d'activité* (p. 60). Bourse de valeurs de Casablanca. <https://media.casablanca-bourse.com/sites/default/files/BourseWeb/UserFiles/File/PDF/RapportAnnuelBVC/RA%202008%20VF.pdf>
- BVC. (2011). *Rapport annuel d'activité* (p. 35). Bourse de valeurs de Casablanca. <https://media.casablanca-bourse.com/sites/default/files/BourseWeb/UserFiles/File/Rapport%20annuel%20de%202011VF%20def%20%20def%20imprim.pdf>
- BVC. (2014). *Rapport annuel d'activité* (p. 52). Bourse de valeurs de Casablanca. https://media.casablanca-bourse.com/sites/default/files/BourseWeb/UserFiles/File/rapports_annuels/Rapport_Annuel_2014_vfr.pdf
- BVC. (2017). *Rapport annuel d'activité* (p. 66). Bourse de valeurs de Casablanca. https://media.casablanca-bourse.com/sites/default/files/BourseWeb/UserFiles/File/rapports_annuels/2017/Rapport_Annuel_VF_2017_Exe.pdf
- BVC. (2019). *Rapport annuel d'activité* (p. 32). Bourse de valeurs de Casablanca. https://media.casablanca-bourse.com/sites/default/files/BourseWeb/UserFiles/File/rapports_annuels/2019/vf/Rapport_Annuel_VF_201921.pdf

- BVC. (2020). *Rapport annuel d'activité* (p. 38). Bourse de valeurs de Casablanca. https://media.casablanca-bourse.com/sites/default/files/BourseWeb/UserFiles/File/rapports_annuels/2020/RapportAnnuel2020_VF_V2.pdf
- BVC. (2021). *Rapport annuel d'activité* (p. 40). Bourse de valeurs de Casablanca. <https://media.casablanca-bourse.com/sites/default/files/2023-06/Rapport%20Annuel%20VF%202021-Def%202.pdf>
- Byrne, D. (1961). Interpersonal attraction and attitude similarity. *The Journal of Abnormal and Social Psychology*, 62, 713-715.
- Çaglayan Akay, E. (2019). *Selected Topics in Applied Econometrics*. Peter Lang.
- Cai, D., & Karasawa-Ohtashiro, Y. (2018). Greenfield, merger and acquisition, or export? Regulating the entry of multinational enterprises to a host-country market. *International Review of Economics & Finance*, 56, 397-407.
- Cai, Y., & Sevilir, M. (2012). Board connections and M&A transactions. *Journal of Financial Economics*, 103(2), 327-349.
- Camba, A. (2017). Inter-state relations and state capacity : The rise and fall of Chinese foreign direct investment in the Philippines. *Palgrave Communications*, 3(1), Article 1.
- Cameron, A. C., & Trivedi, P. K. (2013). *Regression Analysis of Count Data* (2^e éd.). Cambridge University Press.
- Cameron, A., & Trivedi, P. (2010). *Microeconometrics Using Stata* (Vol. 5).
- Campa, J., & Kedia, S. (2002). Explaining the Diversification Discount. *Journal of Finance*, 57(4), 1731-1762.
- Campa, J. M., & Hernando, I. (2004). Shareholder Value Creation in European M&As. *European Financial Management*, 10(1), 47-81.
- Cañabate Pérez, J. (2014). La colonisation juridictionnelle franco-espagnole au Maroc (1912-1956) : Protection des indigènes versus application des droits de l'homme. In *Droit et politique* (p. 413-423). Presses universitaires de Grenoble.
- Cantwell, J., & Narula, R. (2001). The Eclectic Paradigm in the Global Economy. *International Journal of the Economics of Business*, 8(2), 155-172.
- Capron, L. (1999). The Long-Term Performance of Horizontal Acquisitions. *Strategic Management Journal - STRATEG MANAGE J*, 20, 987-1018.
- Capron, L. (2016). Strategies for M&As : When is acquisition the right mode to grow? *Accounting and Business Research*, 46(5), 453-462.

- Capron, L., & Mitchell, W. (2012). *Build, Borrow, or Buy : Solving the Growth Dilemma*. Harvard Business Press Books.
- Capron, L., Mitchell, W., & Borgeaud, E. (2013). *Résoudre le dilemme de la croissance : Le modèle Build-Borrow-Buy / Laurence Capron et Will Mitchell*. Pearson. Montreuil.
- Capron, L., & Shen, J.-C. (2007). Acquisitions of Private vs. Public Firms : Private Information, Target Selection, and Acquirer Returns. *Strategic Management Journal*, 28(9), 891-911.
- Carmeli, A., & Markman, G. D. (2011). Capture, governance, and resilience : Strategy implications from the history of Rome. *Strategic Management Journal*, 32(3), 322-341.
- Carrère, J.-L. (2014). La diplomatie économique, « nouvelle frontière » de la politique française. *Géoéconomie*, 70(3), 9-22.
- Carril-Caccia, F., Garmendia-Lazcano, A., & Minondo, A. (2022). The border effect on mergers and acquisitions. *Empirical Economics*, 62(3), 1267-1292.
- Carril-Caccia, F., & Pavlova, E. (2020). Mergers and acquisitions & trade : A global value chain analysis. *The World Economy*, 43(3), 586-614.
- Cartwright, S., & Cooper, C. L. (1992). *Mergers and acquisitions : The human factor*. Butterworth Heinemann.
- Cartwright, S., & Cooper, C. L. (1993). The Role of Culture Compatibility in Successful Organizational Marriage. *The Academy of Management Executive (1993-2005)*, 7(2), 57-70.
- Cartwright, S., & Schoenberg, R. (2006). Thirty Years of Mergers and Acquisitions Research : Recent Advances and Future Opportunities. *British Journal of management*, 17(S1), S1-S5.
- Casson, M., & Buckley, P. J. (1983). *The Growth of international business*. G. Allen & Unwin.
- Castellaneta, F., & Conti, R. (2017). How does acquisition experience create value? Evidence from a regulatory change affecting the information environment. *European Management Journal*, 35(1), 60-68.
- Cause, F. G. (2015). *KINGS FOR ALL SEASONS: How The Middle East's Monarchies Survived The Arab Spring*. BROOKINGS DOHA CENTER ANALYSIS PAPER.
- Cavusgil, S. T., Ghauri, P. N., & Liu, L. A. (2021). *Doing Business in Emerging Markets Ed. 3*. SAGE Publications.
- CESE. (2023). *Avis du Conseil économique, social et environnemental sur « les minerais stratégiques et critiques contributeurs à la souveraineté industrielle du Maroc »* (p. 61). Conseil économique social et environnemental.
- Chakrabarti, A. (2001). The Determinants of Foreign Direct Investments : Sensitivity Analyses of Cross-Country Regressions. *Kyklos*, 54(1), 89-114.

- Chakrabarti, R., Gupta-Mukherjee, S., & Jayaraman, N. (2009). Mars-Venus Marriages : Culture and Cross-Border M&A. *Journal of International Business Studies*, 40(2), 216-236.
- Chakrabarti, S., & Ghosh, I. (2014). FDI in Africa : A Comparison of the Indian and Chinese Experience. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 157, 340-352.
- Chalençon, L., Colovic, A., Lamotte, O., & Mayrhofer, U. (2021). La réputation de l'acquéreur et la réaction des marchés financiers à l'annonce de fusions-acquisitions internationales. *Management international / International Management / Gestión Internacional*, 25(1), 131-151.
- Chalencon, L., & Mayrhofer, U. (2018). Do cross-border mergers-acquisitions in mature and emerging markets create similar value? *Journal of Organizational Change Management*, 31(4), 944-958.
- Chanal, V., Lesca, H., & Martinet, A.-C. (2015). Vers une ingénierie de la recherche en sciences de gestion. *Revue française de gestion*, 253(8), 213-229.
- Chand, A., Jiang, R., & Zhao, Z. (2021). National cultural distance and cross-border M&A. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 0(0), 1-18.
- Chandler, A. D. (1977). *The Visible Hand*. Harvard University Press.
- Chang, X., Shekhar, C., Tam, L., & Yao, J. (2015). *Industry Expertise, Information Leakage, and the Choice of M&A Advisors* (SSRN Scholarly Paper 1913001).
- Chao, Y.-C. (2018). Organizational learning and acquirer performance : How do serial acquirers learn from acquisition experience? *Asia Pacific Management Review*, 23(3), 161-168.
- Chariot Limited. (2022, juillet 20). Chariot Limited notifies material increase in gas resource offshore Morocco. *NewsnReleases*. <https://newsreleases.com/2022/07/20/chariot-limited-notifies-material-increase-in-gas-resource-offshore-morocco/>
- Chatain-Autajon, L., & Mousseron, P. (2011). *Droit des sociétés* (Joly éditions).
- Chatterjee, S., & Simonoff, J. S. (2013). *Handbook of Regression Analysis*. John Wiley & Sons.
- Chaudhuri, S., & Mukhopadhyay, U. (2014). *Foreign Direct Investment in Developing Countries : A Theoretical Evaluation* (2014th edition). Springer.
- Chaziza, M. (2019). China's Economic Diplomacy Approach in the Middle East Conflicts. *China Report*, 55(1), 24-39.
- Chen, C. (2015). Determinants and motives of outward foreign direct investment by China's provincial firms. *Transnational Corporations*, 23(1), 1-28.
- Chen, D., Yu, X., & Zhang, Z. (2019). Foreign direct investment comovement and home country institutions. *Journal of Business Research*, 95, 220-231.

- Chen, H., Gangopadhyay, P., Singh, B., & Chen, K. (2023). What motivates Chinese multinational firms to invest in Asia? Poor institutions versus rich infrastructures of a host country. *Technological Forecasting and Social Change*, 189, 122323.
- Chen, S., & Dodd, J. L. (1997). Economic Value Added (EVATM): An Empirical Examination Of A New Corporate Performance Measure. *Journal of Managerial Issues*, 9(3), 318-333.
- Chen, S.-F. S., & Hennart, J.-F. (2004). A hostage theory of joint ventures : Why do Japanese investors choose partial over full acquisitions to enter the United States? *Journal of Business Research*, 57(10), 1126-1134.
- Chen, S.-S., Hsu, C.-Y., & Huang, C.-W. (2016). The white squire defense : Evidence from private investments in public equity. *Journal of Banking & Finance*, 64, 16-35.
- Chen, X., & Ullah, S. (2018). Motives and Consequences of White Knight Takeovers. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 29(3), 47-69.
- Cherifi, M. (2016). Les opérations de fusions des sociétés en Algérie. *Revue Finance & marchés*, 3(2), 74-97.
- Cherkaoui, A., & Haouata, S. (2016). Éléments de réflexion sur les positionnements épistémologiques et méthodologiques en sciences de gestion. *Revue Interdisciplinaire*, 1(2).
- Cherkaoui, H. (2016). *La société anonyme*. Najah Al Jadida.
- Cheung, Y.-W., de Haan, J., Qian, X., & Yu, S. (2012). China's Outward Direct Investment in Africa. *Review of International Economics*, 20(2), 201-220.
- Cheung, Y.-W., & Qian, X. (2009). Empirics of China's Outward Direct Investment. *Pacific Economic Review*, 14(3), 312-341.
- Chevalier, J. (2004). What Do We Know About Cross-subsidization? Evidence from Merging Firms. *The B.E. Journal of Economic Analysis & Policy*, 4(1), 1-29.
- Chevrier, M., & Basu, N. (2011). Distance, information asymmetry, and mergers : Evidence from Canadian firms. *Managerial Finance*, 37(1), 21-33.
- Chiaromonte, L., Dreassi, A., Piserà, S., & Khan, A. (2023). Mergers and acquisitions in the financial industry : A bibliometric review and future research directions. *Research in International Business and Finance*, 64, 101837.
- Child, J., & Marinova, S. (2014). The Role of Contextual Combinations in the Globalization of Chinese Firms. *Management and Organization Review*, 10(3), 347-371.
- Chiu, J., Chung, H., & Yang, Y.-N. (2016). The impact of a conglomerate merger on its vendors and rivals – a case study of Google's acquisition of Motorola. *Technology Analysis & Strategic Management*, 28(2), 176-189.

- Cho, H., & Ahn, H. S. (2017). Stock payment and the effects of institutional and cultural differences : A study of shareholder value creation in cross-border M&As. *International Business Review*, 26(3), 461-475.
- Choi, J. J., Lee, S. M., & Shoham, A. (2016). The effects of institutional distance on FDI inflow : General environmental institutions (GEI) versus minority investor protection institutions (MIP). *International Business Review*, 25(1, Part A), 114-123.
- Choukri, K., Naddami, A., & Hayani, S. (2017). Renewable energy in emergent countries : Lessons from energy transition in Morocco. *Energy, Sustainability and Society*, 7(1), 25.
- Chowdhury, R. H., & Maung, M. (2018). Historical ties between nations : How do they matter in cross-border mergers and acquisitions? *International Review of Economics & Finance*, 58, 30-48.
- Christensen, C. M., Alton, R., Rising, C., & Waldeck, A. (2011, mars 1). The Big Idea : The New M&A Playbook. *Harvard Business Review*. <https://hbr.org/2011/03/the-big-idea-the-new-ma-playbook>
- Chuang, K.-S. (2017). The role of investment banks on the impact of firm performance in mergers and acquisitions : Evidence from the Asia-Pacific market. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 48(3), 677-699.
- Chunlai, C., & Findlay, C. (2003). A review of cross-border mergers and acquisitions in APEC. *Asian-Pacific Economic Literature*, 17(2), 14-38.
- CIA World factbook. (2023). *Independence—The World Factbook*. <https://www.cia.gov/the-world-factbook/field/independence/>
- Cieślik, A., & Hamza, S. (2022). Inward FDI, IFRS Adoption and Institutional Quality : Insights from the MENA Countries. *International Journal of Financial Studies*, 10(3), Article 3.
- Cieślik, A., & Tran, G. H. (2019). Determinants of outward FDI from emerging economies. *Equilibrium. Quarterly Journal of Economics and Economic Policy*, 14(2), Article 2.
- Cilliers, J., Hughes, B., & Moyer, J. (2011). *African Futures 2050—The Next Forty Years*. The Institute for Security Studies and the Pardee Center for International Futures.
- Clarivate Analytics. (2023a). *Recherche sur webofscience* [Logiciel].
- Clarivate Analytics. (2023b). *Advanced search—Web of Science Core Collection—Location determinants of Cross border Mergers and Acquisitions, OLI Paradigm, Institutions*. <https://www.webofscience.com/wos/woscc/advanced-search>

- Clarivate Analytics. (2023c). *Analyze Results*.
<https://www.webofscience.com/wos/woscc/analyze-results/b1d55f0c-bfc8-4ce6-bd2f-082c6143760c-95dd0d13>
- Clarivate analytics. (2023). *Citation report of Mergers and Acquisitions in Africa By Clarivate analytics*. <https://www.webofscience.com/wos/woscc/citation-report/f8f70bb4-ef0b-4a7d-b2d3-db6d1f5f37c1-ba60dc4e>
- Cleeve, E. (2008). How effective are fiscal incentives to attract FDI to Sub-Saharan Africa? *Journal of Developing Areas*, 42(1), 135-153.
- CNBCAfrica (Réalisateur). (2018, avril 26). *Dealing with challenges of mergers & acquisitions in Africa*. CNBC. <https://www.youtube.com/watch?v=Lw48MPFaVsk>
- CNUCED. (1996). *World Investment Report 1996 : Investment, Trade and International Policy Arrangements*. United Nations.
- CNUCED. (2011). *Investment promotion handbook for diplomats*.
- CNUCED. (2018). *World investment report 2018 : Investment and new industrial policies*. United Nations publications. https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2018_overview_en.pdf
- CNUCED. (2019). *World investment report 2019 : Special economic zones. Global investment trends and prospects*. United Nations publications.
- CNUCED. (2020). *World Investment Report 2020—International Production Beyond the Pandemic*. UNCTAD.
- CNUCED. (2021). *World Investment Report 2021 : Investing in Sustainable Recovery*. United Nations.
- Coourdacier, N., De Santis, R., & Antonin, A. (2009). *Cross-border mergers and acquisitions : Financial and institutional forces*. European Central Bank.
- Coghlan, D., & Brydon-Miller, M. (2014). *The SAGE Encyclopedia of Action Research*. SAGE Publications Ltd.
- Conconi, P., Sapir, A., & Zanardi, M. (2016). The internationalization process of firms : From exports to FDI. *Journal of International Economics*, 99, 16-30.
- Conn, R. L., Cosh, A., Guest, P. M., & Hughes, A. (2005). The Impact on UK Acquirers of Domestic, Cross-border, Public and Private Acquisitions. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(5-6), 815-870.
- Conseil de concurrence. (2020). *Rapport du conseil de concurrence 2019*. Conseil de concurrence. <https://conseil-concurrence.ma/cc/wp-content/uploads/2020/07/Les-concentrations-%C3%A9conomiques-2019-Fr.pdf>

- Conseil de concurrence. (2021). *Rapport annuel 2020*. Conseil de concurrence.
- Conseil Economique et Social. (2012). *Le système fiscal marocain : Développement économique et cohésion sociale : Synthèse*. <http://www.abhato.net.ma/maalama-textuelle/developpement-economique-et-social/developpement-economique/finances/fiscalite/le-systeme-fiscal-marocain-developpement-economique-et-cohesion-sociale-synthese>
- Constantinou, C. M. (2016). *The SAGE Handbook of Diplomacy Ed. 1*. SAGE Publications.
- Contractor, F. J., Lahiri, S., Elango, B., & Kundu, S. K. (2014). Institutional, cultural and industry related determinants of ownership choices in emerging market FDI acquisitions. *International Business Review*, 23(5), 931-941.
- Cooper, C. L., & Cartwright, S. (1995). *Managing Mergers Acquisitions and Strategic Alliances, Second Edition : Integrating people and cultures* (2nd edition). Butterworth-Heinemann.
- Cotter, J. F., Shivdasani, A., & Zenner, M. (1997). Do independent directors enhance target shareholder wealth during tender offers? *Journal of Financial Economics*, 43(2), 195-218.
- Coulon, A. (1987). *L'ethnométhodologie*. Presses Universitaires de France.
- Creswell, J., Clark, V., Gutmann, M., & Hanson, W. (2003). Advance Mixed methods Research Designs. In *Handbook of mixed methods in social and behavioral research* (p. 209-240).
- Creswell, J. W. (1994). *Research design : Qualitative & quantitative approaches*. Sage Publications.
- Creswell, J. W. (2009). *Research design : Qualitative, quantitative, and mixed methods approaches, 3rd ed* (p. xxix, 260). Sage Publications, Inc.
- Crotty, M. (1998). *The foundations of social research : Meaning and perspective in the research process*. Sage Publications.
- Cui, L., & Jiang, F. (2012). State ownership effect on firms' FDI ownership decisions under institutional pressure : A study of Chinese outward-investing firms. *Journal of International Business Studies*, 43(3), 264-284.
- Cui, L., Meyer, K. E., & Hu, H. W. (2014). What drives firms' intent to seek strategic assets by foreign direct investment? A study of emerging economy firms. *Journal of World Business*, 49(4), 488-501.
- Cumming, D., Jindal, V., Kumar, S., & Pandey, N. (2023). Mergers and acquisitions research in finance and accounting : Past, present, and future. *European Financial Management*, 29(5).1464-1504.

- Cumming, D., & Zambelli, S. (2017). Due Diligence and Investee Performance. *European Financial Management*, 23(3), 211-253.
- Cummins, J. D., & Xie, X. (2008). Mergers and acquisitions in the US property-liability insurance industry : Productivity and efficiency effects. *Journal of Banking & Finance*, 32(1), 30-55.
- Cuypers, I. R. P., Cuypers, Y., & Martin, X. (2017). When the target may know better : Effects of experience and information asymmetries on value from mergers and acquisitions. *Strategic Management Journal*, 38(3), 609-625.
- Dafir, A. (2012). La diplomatie économique marocaine en Afrique subsaharienne : Réalités et enjeux. *Geoeconomie*, 63(4), 73-83.
- Damioli, G., & Gregori, W. D. (2022). Diplomatic relations and cross-border investments in the European Union. *European Journal of Political Economy*, 102261.
- Danbolt, J., Siganos, A., & Tunyi, A. (2016). Abnormal Returns from Takeover Prediction Modelling : Challenges and Suggested Investment Strategies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 43(1-2), 66-97.
- Dang, M., Henry, D., Nguyen, M. T., & Hoang, V. A. (2018). Cross-country determinants of ownership choices in cross-border acquisitions : Evidence from emerging markets. *Journal of Multinational Financial Management*, 44, 14-35.
- Dang, M., Hoang, V. A., Jones, E., Henry, D., Le, P. U., & Puwanenthiren, P. (2022). Country uncertainty, power distance, and payment methods in acquisitions. *The European Journal of Finance*, 28(16), 1541-1570.
- Dang, V. C., & Nguyen, Q. K. (2021). Determinants of FDI attractiveness : Evidence from ASEAN-7 countries. *Cogent Social Sciences*, 7(1), 2004676.
- Darouichi, A., Kunisch, S., Menz, M., & Cannella Jr, A. A. (2021). CEO tenure : An integrative review and pathways for future research. *Corporate Governance: An International Review*, 29(6), 661-683.
- Das, K. Ch. (2013). Home Country Determinants of Outward FDI from Developing Countries. *Margin: The Journal of Applied Economic Research*, 7(1), 93-116.
- Datta, D. K., Basuil, D. A., & Agarwal, A. (2020). Effects of board characteristics on post-acquisition performance : A study of cross-border acquisitions by firms in the manufacturing sector. *International Business Review*, 29(3), 101674.
- Dau, L. A., Chacar, A. S., Lyles, M. A., & Li, J. (2022). Informal institutions and international business : Toward an integrative research agenda. *Journal of International Business Studies*, 53(6), 985-1010.

- David, K., & Singh, H. (1994). Sources of Acquisition Cultural Risk. In G. von Krogh, A. Sinatra, & H. Singh (Éds.), *The Management of Corporate Acquisitions : International Perspectives* (p. 251-292). Palgrave Macmillan UK.
- De Beule, F., & Duanmu, J.-L. (2012). Locational determinants of internationalization : A firm-level analysis of Chinese and Indian acquisitions. *European Management Journal*, 30(3), 264-277.
- Deepak, K., Keya, S., & Mousumi, B. (2023). Macroeconomic influences on M&A deal outcomes : An analysis of domestic and cross-border M&As in developed and emerging economies. *Journal of Business Research*, 161, 113831.
- Defrancq, C., Huyghebaert, N., & Luypaert, M. (2021). Influence of acquirer boards on M&A value creation : Evidence from Continental Europe. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 32(1), 21-62.
- Degbey, W. Y., & Ellis, K. M. (2017). Africa : An Emerging Context for Value Creation with Cross-Border Mergers and Acquisitions. In S. Marinova, J. Larimo, & N. Nummela (Éds.), *Value Creation in International Business : Volume 1 : An MNC Perspective* (p. 163-195). Springer International Publishing.
- Degbey, W. Y., & Ellis, K. M. (2019). Diaspora Networks in Cross-Border Mergers and Acquisitions. In M. Elo & I. Minto-Coy (Éds.), *Diaspora Networks in International Business : Perspectives for Understanding and Managing Diaspora Business and Resources* (p. 407-421). Springer International Publishing.
- Degbey, W. Y., Eriksson, T., Rodgers, P., & Oguji, N. (2021). Understanding cross-border mergers and acquisitions of African firms : The role of dynamic capabilities in enabling competitiveness amidst contextual constraints. *Thunderbird International Business Review*, 63(1), 77-93.
- de Jong, A., & Naumovska, I. (2016). A Note on Event Studies in Finance and Management Research*. *Review of Finance*, 20(4), 1659-1672.
- Delaney, F. T., & Wamuziri, S. C. (2004). The impact of mergers and acquisitions on shareholder wealth in the UK construction industry. *Engineering, Construction and Architectural Management*, 11(1), 65-73.
- Délégation de l'union européenne auprès du Royaume du Maroc. (2013). Qu'est-ce que le Statut Avancé? *Délégation de l'union européenne auprès du Royaume du Maroc*, 198.
- Dell'Acqua, A., Etro, L., Piva, M., & Teti, E. (2018). Investor protection and value creation in cross-border M&As by emerging economies. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 29(1), 83-100.

- Deloitte M&A institute. (2017). *Cross-border M&A Springboard to global growth*. Deloitte. <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/mergers-acquisitions/us-m-a-cross-border-pov-spread.pdf>
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The Structure of Corporate Ownership : Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, 93(6), 1155-1177.
- Deng, P., & Yang, M. (2015b). Cross-border mergers and acquisitions by emerging market firms : A comparative investigation. *International Business Review*, 24(1), 157-172.
- DEPF. (2018). *Governance, institutional quality and economic development : What are the lessons for Morocco?* (p. 40). Direction des Études et des Prévisions Financières. https://www.finances.gov.ma/Publication/depf/2018/Gouvernance_EN.PDF
- DEPF, & AFD. (2018). *MOROCCAN COMPANIES DEVELOPMENT IN AFRICA: REALITY AND OUTLOOK*. Ministère de l'économie et des finances au Maroc. https://www.finances.gov.ma/Etude/depf/2018/D%C3%A9veloppement_des_entreprises_marocaine_en_Afrique.pdf
- DEPF, AFD, & IFPRI. (2021). *L'intégration du Maroc à la Zone de Libre-Echange Continentale (ZLECAf) : Scenarii d'impacts à l'horizon 2035 et politiques d'accompagnement*. DEPF, AFD, IFPRI.
- Desbordes, R., & Vicard, V. (2009). Foreign direct investment and bilateral investment treaties : An international political perspective. *Journal of Comparative Economics*, 37(3), 372-386.
- Devos, E., Kadapakkam, P.-R., & Krishnamurthy, S. (2009). How Do Mergers Create Value? A Comparison of Taxes, Market Power, and Efficiency Improvements as Explanations for Synergies. *The Review of Financial Studies*, 22(3), 1179-1211.
- Dewenter, K. L. (1995). Do Exchange Rate Changes Drive Foreign Direct Investment? *The Journal of Business*, 68(3), 405-433.
- Di Giovanni, J. (2005). What drives capital flows? The case of cross-border M&A activity and financial deepening. *Journal of International Economics*, 65(1), 127-149.
- Di Guardo, M. C., Marrocu, E., & Paci, R. (2016). The effect of local corruption on ownership strategy in cross-border mergers and acquisitions. *Journal of Business Research*, 69(10), 4225-4241.
- Dierkes, M. (2003). *Handbook of Organizational Learning and Knowledge*. Oxford University Press.
- di Giovanni, J. (2005). What drives capital flows? The case of cross-border M&A activity and financial deepening. *Journal of International Economics*, 65(1), 127-149.

- Dikova, D., Sahib, P. R., & van Witteloostuijn, A. (2010). Cross-border acquisition abandonment and completion : The effect of institutional differences and organizational learning in the international business service industry, 1981–2001. *Journal of International Business Studies*, 41(2), 223-245.
- Dikova, D., & van Witteloostuijn, A. (2007). Foreign direct investment mode choice : Entry and establishment modes in transition economies. *Journal of International Business Studies*, 38(6), 1013-1033.
- DiMaggio, P. J., & Powell, W. W. (1983). The Iron Cage Revisited : Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields. *American Sociological Review*, 48(2), 147-160.
- Dimitrova, A., Rogmans, T., & Triki, D. (2019). Country-specific determinants of FDI inflows to the MENA region : A systematic review and future research directions. *Multinational Business Review*, 28(1), 1-38.
- Dinda, S. (2014). Natural Resources Determining FDI in Nigeria : An Empirical Investigation. *International Journal of Research in Business and Social Science (2147- 4478)*, 3(1), Article 1.
- Ding, H., Hu, Y., Li, C., & Lin, S. (2021). CEO country-specific experience and cross-border mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 69, 102039.
- Ding, L., Lam, H. K. S., Cheng, T. C. E., & Zhou, H. (2018). A review of short-term event studies in operations and supply chain management. *International Journal of Production Economics*, 200, 329-342.
- Direction des études économiques. (2010). *Profil économique et financier de la cote de la bourse de casablanca* (p. 47). Caisse de dépôt et de gestion. <http://www.laharach-youssef.com/medias/files/profil-economique-et-financier-de-la-cote-de-la-bourse-de-casablanca.pdf>
- Direction des Etudes et des Prévisions Financières. (2019). *Tableau de bord sectoriel de l'économie marocaine*. Ministère de l'économie et des Finances. https://www.finances.gov.ma/Publication/depf/2019/Tableau_de_bord_sectoriel_janvier%202019.pdf
- Direction des études et prévisions financières, & Agence française de développement. (2018). *Developpement des entreprises marocaines en Afrique : Réalité et perspectives*. Direction des études et des prévisions financières du Ministère de l'Economie et des Finances. https://www.finances.gov.ma/Etude/depf/2018/D%C3%A9veloppement_des_entreprises_marocaine_en_Afrique.pdf

- Djokoto, J. G., & Pomeyie, P. (2021). Level of Income and the Investment Development Path Theory : Evidence From Africa. *SAGE Open*, 11(4), 21582440211061334.
- Dodd, P., & Ruback, R. (1977). Tender offers and stockholder returns : An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 5(3), 351-373.
- Doing Business. (2020). *Economy Profile. Morocco*.
<https://www.doingbusiness.org/content/dam/doingBusiness/country/m/morocco/MAR.pdf>
- Dolley, J. C. (1933). Characteristics and procedure of common stock split-ups. *Harvard Business Review*, 11, 316-326.
- Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship Theory or Agency Theory : CEO Governance and Shareholder Returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), 49-64.
- Dong, M., Hirshleifer, D., Richardson, S., & Teoh, S. H. (2006). Does investor misvaluation drive the takeover market? *The Journal of Finance*, 61(2), 725-762.
- Donnelly, R., & Manolova, T. S. (2020). Foreign location decisions through an institutional lens : A systematic review and future research agenda. *International Business Review*, 29(4), 101690.
- Donou-Adonsou, F., & Lim, S. (2018). On the importance of Chinese investment in Africa. *Review of Development Finance*, 8(1), 63-73.
- Dos Santos, M. B., Errunza, V. R., & Miller, D. P. (2008). Does corporate international diversification destroy value? Evidence from cross-border mergers and acquisitions. *Journal of Banking & Finance*, 32(12), 2716-2724.
- Doutriaux, Y. (2021). Naissance, essor et difficultés d'une diplomatie économique. In *La France, une puissance contrariée* (p. 130-137). La Découverte.
- Dow, D., Cuyper, I. R. P., & Ertug, G. (2016). The effects of within-country linguistic and religious diversity on foreign acquisitions. *Journal of International Business Studies*, 47(3), 319-346.
- Dowling, M., & Vanwalleghem, D. (2018). Gulf Cooperation Council cross-border M&A : Institutional determinants of target nation selection. *Research in International Business and Finance*, 46(C), 471-489.
- Dranev, Y., Frolova, K., & Ochirova, E. (2019). The impact of fintech M&A on stock returns. *Research in International Business and Finance*, 48(C), 353-364.
- Du, J., Lu, Y., & Tao, Z. (2008). Economic institutions and FDI location choice : Evidence from US multinationals in China. *Journal of Comparative Economics*, 36(3), 412-429.

- Du, M., & Boateng, A. (2015). State ownership, institutional effects and value creation in cross-border mergers & acquisitions by Chinese firms. *International Business Review*, 24(3), 430-442.
- Du, M., Boateng, A., & Newton, D. (2016). The impact of state ownership, formal institutions and resource seeking on acquirers' returns of Chinese M&A. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 47(1), 159-178.
- Duanmu, J.-L., & Urdinez, F. (2018). The dissuasive effect of U.S. political influence on Chinese FDI during the "Going Global" policy era†. *Business and Politics*, 20(1), 38-69.
- Dunning, J. H. (1958). *American Investment in British Manufacturing Industry*. Routledge.
- Dunning, J. H. (1972). *The location of international firms in an enlarged E.E.C. an exploratory paper read 28th March, 1972*. Manchester Statistical Society.
- Dunning, J. H. (1973). The Determinants of International Production. *Oxford Economic Papers*, 25(3), 289-336.
- Dunning, J. H. (1977). Trade, Location of Economic Activity and the MNE : A Search for an Eclectic Approach. In B. Ohlin, P.-O. Hesselborn, & P. M. Wijkman (Éds.), *The International Allocation of Economic Activity : Proceedings of a Nobel Symposium held at Stockholm* (p. 395-418). Palgrave Macmillan UK.
- Dunning, J. H. (1980). Toward an eclectic theory of international production : Some empirical tests. *Journal of International Business Studies*, 11(1), 9-31.
- Dunning, J. H. (1981a). Explaining the International Direct Investment Position of Countries : Towards a Dynamic or Developmental Approach. *Weltwirtschaftliches Archiv*, 117(1), 30-64.
- Dunning, J. H. (1981b). *International production and the multinational enterprise* (Allen&Unwin). Allen & Unwin.
- Dunning, J. H. (1986). The Investment Development Cycle Revisited. *Weltwirtschaftliches Archiv*, 122(4), 667-676.
- Dunning, J. H. (1988a). *Explaining International Production*. Routledge.
- Dunning, J. H. (1988b). The Eclectic Paradigm of International Production : A Restatement and Some Possible Extensions. *Journal of International Business Studies*, 19(1), 1-31.
- Dunning, J. H. (1988c). The theory of international production. *The International Trade Journal*, 3(1), 21-66.
- Dunning, J. H. (1993b). *Multinational enterprises and the global economy*. Addison-Wesley Publishing Company.

- Dunning, J. H. (1995). Reappraising the Eclectic Paradigm in an Age of Alliance Capitalism. *Journal of International Business Studies*, 26(3), 461-491.
- Dunning, J. H. (1998). Location and the multinational enterprise : A neglected factor? *Journal of International Business Studies*, 29(1), 45-66.
- Dunning, J. H. (2000). The eclectic paradigm as an envelope for economic and business theories of MNE activity. *International Business Review*, 9(2), 163-190.
- Dunning, J. H. (2006). Towards a new paradigm of development : Implications for the determinants of international business activity. *Transnational Corporations : Investment and Development*, 15(1).
- Dunning, J. H. (2009). Location and the Multinational Enterprise : John Dunning's Thoughts on Receiving the « Journal of International Business Studies » 2008 Decade Award. *Journal of International Business Studies*, 40(1), 20-34.
- Dunning, J. H., Kim, C., & Park, D. (2008). Old Wine in New Bottles : A Comparison of Emerging-Market TNCs Today and Developed-Country TNCs Thirty Years Ago. In *Chapters*. Edward Elgar Publishing.
- Dunning, J. H., & Lundan, S. M. (2008a). Institutions and the OLI paradigm of the multinational enterprise. *Asia Pacific Journal of Management*, 25(4), 573-593.
- Dunning, J. H., & Lundan, S. M. (2008b). *Multinational Enterprises and the Global Economy, Second Edition* [Books]. Edward Elgar Publishing.
- Dunning, J. H., & Narula, R. (1993). *The investment development path revisited : Some emerging issues some emerging issues, in Foreign Direct Investment and Governments* (Routledge).
- Duquia, R. P., Bastos, J. L., Bonamigo, R. R., González-Chica, D. A., & Martínez-Mesa, J. (2014). Presenting data in tables and charts. *Anais Brasileiros de Dermatologia*, 89(2), 280-285.
- Dutta, D. K., Malhotra, S., & Zhu, P. (2016). Internationalization process, impact of slack resources, and role of the CEO : The duality of structure and agency in evolution of cross-border acquisition decisions. *Journal of World Business*, 51(2), 212-225.
- Dutta, S., MacAulay, K., & Saadi, S. (2011). CEO power, M&A decisions, and market reactions. *Journal of Multinational Financial Management*, 21(5), 257-278.
- Dutta, S., Saadi, S., & Zhu, P. (2013). Does payment method matter in cross-border acquisitions? *International Review of Economics & Finance*, 25(C), 91-107.
- Dworkin, A. (2022). *North African Standoff: How the Western Sahara Conflict Is Fuelling New Tensions Between Morocco and Algeria*. European Council on Foreign Relations.

- Ecofin, A. (2015). *Abdeslam Ahizoune a présenté à Ali Bongo les projets de Maroc Telecom au Gabon*. <https://www.agenceecofin.com/operateur/1602-26597-abdeslam-ahizoune-a-presente-a-ali-bongo-les-projets-de-maroc-telecom-au-gabon>
- Editors, C. R. (2017). *The Dutch East India Company : The History of the World's First Multinational Corporation* (Lrg edition). CreateSpace Independent Publishing Platform.
- Ekkayokkaya, M., Foojinphan, P., & Wolff, C. C. P. (2017). Cross-border mergers and acquisitions : Evidence from the Indochina region. *Finance Research Letters*, 23, 253-256.
- El Aggadi, S., Ennouhi, M., Boutakiout, A., Alaoui El Belghiti, M., & El Hourch, A. (2023). Moroccan phosphate-based cathode materials : A sustainable solution for high energy Na-ion batteries and a cleaner future. *Materials Science for Energy Technologies*, 6, 493-501.
- El Bazzim, R. (2016). Le conseil de la concurrence marocain. *International Business law Journal*, 1, 73-83.
- El Bazzim, R. (2019). *Conseil de la concurrence au Maroc : De la recherche de l'indépendance à la régulation du marché*. L'Harmattan.
- El Hajoui, S. (2015). Le pouvoir d'intervention du chef de gouvernement en matière du contrôle des concentration à la lumière de la réforme du droit de la concurrence marocain et du droit comparé. *Revue Marocaine d'Administration Locale et de Développement*, 20.
- El Mernissi, M. (2019). *Traité marocain de droit des sociétés*. Lexisnexis.
- Elad, F., & Solange Bongbee, N. (2017). Event Study on the Reaction of Stock Returns to Acquisition News. *International Finance and Banking*, 4(1).
- Elheddad, M. (2018). What determines FDI inflow to MENA countries? Empirical study on Gulf countries: Sectoral level analysis. *Research in International Business and Finance*, 44(C), 332-339.
- Elkhaldi, M., & Azennar, R. (2019). Moroccan Economic Diplomacy in the Light Of Game Theory. *Journal Of Humanities And Social Science*, 24(7), 65-74.
- Ellert, J. C. (1976). Mergers, Antitrust Law Enforcement and Stockholder Returns. *The Journal of Finance*, 31(2), 715-732.
- Ellis, K. M., Lamont, B. T., Holmes Jr., R. M., Ro, S., Faifman, L., DeGhetto, K., & Parola, H. (2018). Institutional determinants of ownership positions of foreign acquirers in Africa. *Global Strategy Journal*, 8(2), 242-274.
- Ellis, K. M., Lamont, B. T., Reus, T. H., & Faifman, L. (2015). Mergers and acquisitions in Africa : A review and an emerging research agenda. *Africa Journal of Management*, 1(2), 137-171.

- Elsevier. (2018). Africa generates less than 1% of the world's research; data analytics can change that. *Elsevier Connect*. <https://www.elsevier.com/connect/africa-generates-less-than-1-of-the-worlds-research-data-analytics-can-change-that>
- Elsevier. (2022, août 2). How to Use Tables and Figures effectively in Research Papers. *Elsevier Author Services - Articles*. <https://scientific-publishing.webshop.elsevier.com/manuscript-preparation/use-tables-and-figures-effectively-research-papers/>
- Entezarkheir, M., & Moshiri, S. (2018). Mergers and innovation : Evidence from a panel of US firms. *Economics of Innovation and New Technology*, 27(2), 132-153.
- Erdilek, A. (2008). Internationalization of Turkish MNEs. *Journal of Management Development*, 27(7), 744-760.
- Erel, I., Jang, Y., & Weisbach, M. S. (2022). *Cross-Border Mergers and Acquisitions* (SSRN Scholarly Paper 4253979).
- Erel, I., Liao, R. C., & Weisbach, M. S. (2012). Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions. *The Journal of Finance*, 67(3), 1045-1082.
- Ermolaeva, L. (2019). *M&A deals completion and abandonment by Russian MNE*.
- Eulerich, M., Kopp, R., & Fligge, B. (2022). Mergers and acquisitions research—A bibliometric analysis. *European Management Journal*, 40(6), 832-846.
- Evans, M. D. (2011). *Exchange-Rate Dynamics*. Princeton University Press.
- Fabius, L. (2013). La France dans la bataille de la diplomatie économique. *Géoéconomie*, 65(2), 7-18.
- Faeth, I. (2009). Determinants of Foreign Direct Investment – a Tale of Nine Theoretical Models. *Journal of Economic Surveys*, 23(1), 165-196.
- Fahim, I. (2013). *النظام القانوني لاندماج الشركات التجارية، على ضوء الفقه و القضاء—Le système juridique de la fusion de sociétés commerciales, à la lumière de la jurisprudence et du pouvoir judiciaire*.
- Fainshmidt, S., Judge, W. Q., Aguilera, R. V., & Smith, A. (2018). Varieties of institutional systems : A contextual taxonomy of understudied countries. *Journal of World Business*, 53(3), 307-322.
- Faiteh, A., & Aasri, M. (2023). Economic value added : The best indicator for measuring value creation or just an illusion? *Investment Management and Financial Innovations*, 20, 138-150.
- Fama, E. F. (1965). The Behavior of Stock-Market Prices. *The Journal of Business*, 38(1), 34.
- Fama, E. F. (1991). Efficient Capital Markets : II. *The Journal of Finance*, 46(5), 1575-1617.

- Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M., & W. Roll, R. (1969). The adjustment of stock prices to new information. *International Economic Review*, 10.
- Farrell, J., & Shapiro, C. (1990). Horizontal Mergers : An Equilibrium Analysis. *The American Economic Review*, 80(1), 107-126.
- Fatemi, A. M., Fooladi, I., & Garehkoolchian, N. (2017). Gains from mergers and acquisitions in Japan. *Global Finance Journal*, 32(C), 166-178.
- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2019). *Data Science for Business and Decision Making*. Elsevier Science.
- FDI Intelligence. (2012, août 15). *Embassies turn their hand to investment promotion*. <https://www.fdiintelligence.com/content/feature/embassies-turn-their-hand-to-investment-promotion-42128>
- Feenstra, R. C., & Wei, S.-J. (Éds.). (2012). *China's Growing Role in World Trade*. University of Chicago Press.
- Feito-Ruiz, I., & Menéndez-Requejo, S. (2011). Cross-border Mergers and Acquisitions in different legal environments. *International Review of Law and Economics*, 31(3), 169-187.
- Feng, W., Yuan, H., & Yang, S. (2022). “Booster” or “blocker”? A study on the effect of cultural diversity on foreign direct investment. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 35(1), 6016-6036.
- Feng, Z., & Xie, S. (2021). The DuPont financial indicators and the short-term market performance of Chinese cross-border M&As : The moderating role of payment method. *International Journal of Finance & Economics*, 26(3), 4262-4276.
- Ferchichi, R., & Souam, S. (2014). Caractéristiques et évolution des opérations de fusions-acquisitions en Tunisie. *les cahiers du cread*, 75-107.
- Ferchichi, R., & Souam, S. (2015). Caractéristiques, motivations et performances des fusions et acquisitions en Tunisie. *Revue d'économie industrielle*, 150, 9-50.
- Fernandes, A., & Forte, R. (2022). The impact of economic diplomacy on exports : The Portuguese case. *International Journal*, 77(2), 216-247.
- Ferreira, M. A., Reis, N., & Pinto, C. (2016). Three decades of strategic management research on M&As : Citations, co-citations, and topics. *Global Economics and Management Review*, 21.
- Ferreira, M. P., Santos, J. C., de Almeida, M. I. R., & Reis, N. R. (2014). Mergers & acquisitions research : A bibliometric study of top strategy and international business journals, 1980–2010. *Journal of Business Research*, 67(12), 2550-2558.

- Fieberg, C., Lopatta, K., Tammen, T., & Tideman, S. A. (2021). Political affinity and investors' response to the acquisition premium in cross-border M&A transactions—A moderation analysis. *Strategic Management Journal*, 42(13), 2477-2492.
- Field, L. C., & Mkrtchyan, A. (2017). The effect of director experience on acquisition performance. *Journal of Financial Economics*, 123(3), 488-511.
- Filippaios, F., Annan-Diab, F., Hermidas, A., & Theodoraki, C. (2019). Political governance, civil liberties, and human capital : Evaluating their effect on foreign direct investment in emerging and developing economies. *Journal of International Business Studies*, 50(7), 1103-1129.
- Financial Times. (2013, avril 24). *Etisalat and Ooredoo battle for stake in Maroc Telecom*. <https://www.ft.com/content/70108920-acf4-11e2-b27f-00144feabdc0>
- Financial Times. (2021, octobre 12). Morocco gateway to Africa. *Financial Times*.
- Fiol, C. M., & Lyles, M. A. (1985). Organizational learning. *The Academy of Management Review*, 10(4), 803-813.
- Firth, M. (1980). Takeovers, Shareholder Returns, and the Theory of the Firm. *The Quarterly Journal of Economics*, 94(2), 235-260.
- Fitrianto, A., & Musakkal, N. F. K. (2016). Panel Data Analysis for Sabah Construction Industries : Choosing the Best Model. *Procedia Economics and Finance*, 35, 241-248.
- Fligstein, N. (1991). The Transformation of Corporate Control. *Bulletin of Science, Technology & Society*, 11(1), 37-38.
- Flores, R. G., & Aguilera, R. V. (2007). Globalization and location choice : An analysis of US multinational firms in 1980 and 2000. *Journal of International Business Studies*, 38(7), 1187-1210.
- FMI. (2015). *Morocco : The Sub-Saharan Expansion of Moroccan Banks: Challenges and Opportunities* (15/106). Fonds monétaire international. <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2016/12/31/Morocco-The-Sub-Saharan-Expansion-of-Moroccan-Banks-Challenges-and-Opportunities-42870>
- FMI. (2023). *World Economic Outlook (April 2023)—Real GDP growth (XLS)* [Numérique]. https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO
- Fombad, C. (2022). The state of governance in Africa. In C. M. Fombad, A. Fiseha, & N. Steytler, *Contemporary Governance Challenges in the Horn of Africa*. Taylor & Francis.
- Fombad, C. M. (2021). An Overview of the State of Electoral Democracy in Africa. *African Journal of Legal Studies*, 1(aop), 1-24.

- Fondation pour la Recherche Stratégique. (2023). *La nouvelle partition géopolitique du Maroc*. Fondation pour la Recherche Stratégique. <https://www.frstrategie.org/publications/notes/nouvelle-partition-geopolitique-maroc-2023>
- Francis, B. B., Hasan, I., & Sun, X. (2008). Financial market integration and the value of global diversification : Evidence for US acquirers in cross-border mergers and acquisitions. *Journal of Banking & Finance*, 32(8), 1522-1540.
- Franco, C., Rentocchini, F., & Vittucci Marzetti, G. (2008). *Why Do Firms Invest Abroad? An Analysis of the Motives Underlying Foreign Direct Investments* (SSRN Scholarly Paper 1283573).
- Francoeur, C. (2003). *L'impact des fusions et acquisitions transfrontalières sur la richesse des actionnaires au Canada* [Thèse de Doctorat en Administration]. Ecole des sciences de la gestion.
- Frankema, E., & van Waijenburg, M. (2018). Africa rising? A historical perspective. *African Affairs*, 117(469), 543-568.
- Franks, J. R., & Harris, R. S. (1989). Shareholder wealth effects of corporate takeovers : The U.K. experience 1955-1985. *Journal of Financial Economics*, 23(2), 225-249.
- Freer, C. (2019). Money, Markets, and Monarchies : The Gulf Cooperation Council and the Political Economy of the Contemporary Middle East. *Omran For social sciences*, 28.
- Froot, K., & Stein, J. (1991). Exchange Rates and Foreign Direct Investment : An Imperfect Capital Markets Approach. *Quarterly Journal of Economics*, 106(Nov.), 1191-1217.
- Fu, H., Yan, L., & Li, H. (2022). A Quantitative Analysis of Country Relations in Foreign Direct Investment. *Computational Intelligence and Neuroscience*, 2022, e4144073.
- Fu, X., Cui, Y., Fernandez, V., & Zhao, Y. (2018). What influence the choice of host country in Chinese firm cross-border M&As on culture distance, institution and tax. *International Journal of Services Technology and Management*, 24(1-3), 195-207.
- Gabrielsen, T. S. (2003). Conglomerate Mergers : Vertical Mergers in Disguise? *International Journal of the Economics of Business*, 10(1), 1-16.
- Gaffney, N., Kedia, B., & Clampit, J. (2013). A resource dependence perspective of EMNE FDI strategy. *International Business Review*, 22(6), 1092-1100.
- Ganić, M. (2022). Does Institutional Quality Matter for the IDP Hypothesis? Evidence from Emerging Europe. *Croatian Economic Survey*, 24(1), 83-113.
- Garrett, J. Z. (2016). Explaining asymmetries in bilateral FDI flows. *International Review of Economics & Finance*, 41, 155-171.

- Garrow, N., & Awolowo, I. (2022). Mergers and acquisitions and the CEO: Tenure and outcomes. *Corporate Board: Role, Duties and Composition*, 18, 47-61.
- Gärtner, D. L., & Halbheer, D. (2009). Are there waves in merger activity after all? *International Journal of Industrial Organization*, 27(6), 708-718.
- Gaughan, P. A. (2000). Mergers and acquisitions of the 1990s: A record-breaking period. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 11(2), 3-5.
- Gaughan, P. A. (2005). *Mergers: What can go wrong and how to prevent It* (1 edition). Wiley.
- Gaughan, P. A. (2018). *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings Ed. 7*. John Wiley & Sons.
- Gaur, A. S., Kumar, V., & Singh, D. (2014). Institutions, resources, and internationalization of emerging economy firms. *Journal of World Business*, 49(1), 12-20.
- Gelman, A. (2005). Analysis of variance—Why it is more important than ever. *The Annals of Statistics*, 33(1).
- Gelman, A., & Hill, J. (2007). *Data Analysis Using Regression and Multilevel/Hierarchical Models*. Cambridge University Press.
- Georgiev, G. K. (2006). *Bank mergers: Do they serve efficiency? Evidence from the german serving banks* [Workshop, GENO-Haus Stuttgart]. <https://slideplayer.com/slide/4806094/>
- Gez, Y. N., Beider, N., & Dickow, H. (2021). African and Not Religious: The State of Research on Sub-Saharan Religious Nones and New Scholarly Horizons. *Africa Spectrum*.
- Ghemawat, P. (2001). Distance still matters. The hard reality of global expansion. *Harvard Business Review*, 79(8), 137-140, 142-147, 162.
- Ghemawat, P. (2011). *World 3.0: Global Prosperity and how to Achieve it*. Harvard Business Press.
- Giannopoulos, G., Holt, A., Khansalar, E., & Mogoya, P. (2017). The Long-Run Performance of U.S. Bidding Firms in the Post M&A Period: The Impact of Bid Type, Payment Method and Industry Specialisation. *International Journal of Business and Management*, 12(2), 230-230.
- Glaister, K. W., Driffield, N., & Lin, Y. (2020). Foreign Direct Investment to Africa: Is There a Colonial Legacy? *Management International Review*, 60(3), 315-349.
- Global Financial Centres Index. (2023). *GFCI 34 Rank—Long Finance*. <https://www.longfinance.net/programmes/financial-centre-futures/global-financial-centres-index/gfci-34-explore-the-data/gfci-34-rank/>
- Global Militarisation Index. (2021). *Global Militarisation Index*. <https://gmi.bicc.de/map>
- Global R&D Funding Forecast. (2016). *Global R&D Funding Forecast*. 36.

- Goel, A. M., & Thakor, A. V. (2010). Do Envious CEOs Cause Merger Waves? *Review of Financial Studies*, 23(2), 487-517.
- Goergen, M., & Renneboog, L. (2003). Value creation in large European mergers and acquisitions. In *Advances in Mergers and Acquisitions* (Vol. 2, p. 97-146). Emerald Group Publishing Limited.
- Goergen, M., & Renneboog, L. (2004). Shareholder wealth effects of european domestic and cross-border takeover bids. *European Financial Management*, 10(1), 9-45.
- Golbe, D. L., & White, L. J. (1988a). A Time-Series Analysis of Mergers and Acquisitions in the U.S. Economy. In *Corporate Takeovers: Causes and Consequences* (p. 265-310). University of Chicago Press. <https://www.nber.org/books-and-chapters/corporate-takeovers-causes-and-consequences/time-series-analysis-mergers-and-acquisitions-us-economy>
- Golbe, D. L., & White, L. J. (1988b). A Time-Series Analysis of Mergers and Acquisitions in the U.S. Economy. In *Corporate Takeovers: Causes and Consequences* (p. 265-310). University of Chicago Press.
- Goldberg, L. S., & Kolstad, C. D. (1995). Foreign Direct Investment, Exchange Rate Variability and Demand Uncertainty. *International Economic Review*, 36(4), 855-873.
- Golubov, A., Petmezas, D., & Travlos, N. G. (2012). When it pays to pay your investment banker : New evidence on the role of financial advisors in M&As. *Journal of Finance*, 67(1), 271-312.
- Gomes, E., Angwin, D. N., Weber, Y., & Tarba, S. Y. (2013). Critical Success Factors through the Mergers and Acquisitions Process : Revealing Pre- and Post-M&A Connections for Improved Performance. *Thunderbird International Business Review*, 55(1), 13-35.
- Gomes, E., Angwin, D., Peter, E., & Mellahi, K. (2012). HRM issues and outcomes in African mergers and acquisitions : A study of the Nigerian banking sector. *The International Journal of Human Resource Management*, 23(14), 2874-2900.
- Gong, Y., Zhang, Y., & Xia, J. (2019). Do Firms Learn More From Small or Big Successes and Failures? A Test of the Outcome-Based Feedback Learning Perspective. *Journal of Management*, 45(3), 1034-1056.
- Gort, M. (1969). An Economic Disturbance Theory of Mergers. *The Quarterly Journal of Economics*, 83(4), 624-642.
- Gouvernement du Maroc. (2023, décembre 5). *Morocco, UAE Adopt Joint Statement*. Maroc.Ma. <https://www.maroc.ma/en/royal-activities/morocco-uae-adopt-joint-statement>

- Gouvernement du Royaume Uni. (2011, novembre 21). *The business of diplomacy of UK*. GOV.UK. <https://www.gov.uk/government/speeches/the-business-of-diplomacy>
- Graham, J. R., Lemmon, M. L., & Wolf, J. G. (2001). *Does Corporate Diversification Destroy Value?* (SSRN Scholarly Paper 199709).
- Grandguillot, F., & Grandguillot, B. (2018). *Droit des sociétés : Les points clés pour tout connaître des sociétés commerciales et de chacune de leurs formes Ed. 10*. Gualino.
- Greene, W. (2005). *Functional Form and Heterogeneity in Models for Count Data*. now Publishers.
- Greene, W. H. (2008). *Econometric analysis* (6th ed). Prentice Hall.
- Groupe BCP. (2006). *Rapport annuel 2005*. Groupe BCP. https://www.groupebcp.com/fr/GBP_Finances/RA_VF_2005.pdf
- Groupe BCP. (2008). *Résultats financiers de la Banque populaire*. Groupe BCP. https://www.groupebcp.com/fr/GBP_Finances/Resultats_Financiers_de_la_Banque_Populaire_311207.pdf
- Groupe BCP. (2012). *Rapport annuel d'activité 2011*. Groupe BCP. https://www.groupebcp.com/fr/GBP_Finances/RA_VF_2011.pdf
- Groupe BCP. (2015). *Rapport annuel 2014*. Groupe BCP. https://www.groupebcp.com/fr/GBP_Finances/RA_VF_2014.pdf
- Groupe BCP. (2018). *Rapport annuel 2017*. Groupe BCP. https://www.groupebcp.com/fr/GBP_Finances/RA_VF_2017.pdf
- Groupe de la banque africaine de développement. (2023). *Régional—«Attijariwafa Bank» Partenariat pour le développement du commerce en Afrique*. <https://projectsportal.afdb.org/dataportal/VProject/show/P-Z1-HAB-073>
- Gubbi, S. R., Aulakh, P. S., Ray, S., Sarkar, M. B., & Chittoor, R. (2010). Do international acquisitions by emerging-economy firms create shareholder value? The case of Indian firms. *Journal of International Business Studies*, 41(3), 397-418.
- Gugler, K., Mueller, D. C., & Weichselbaumer, M. (2012). The determinants of merger waves : An international perspective. *International Journal of Industrial Organization*, 30(1), 1-15.
- Gugler, K., Mueller, D. C., Weichselbaumer, M., & Burcin Yurtoglu, B. (2012). Market Optimism and Merger Waves. *Managerial and Decision Economics*, 33(3), 159-175.
- Guiso, L., Sapienza, P., & Zingales, L. (2003). People's opium? Religion and economic attitudes. *Journal of Monetary Economics*, 50(1), 225-282.
- Gunessee, S., & Hu, S. (2020). Chinese cross-border mergers and acquisitions in the developing world : Is Africa unique? *Thunderbird International Business Review*.

- Gupta, I., Mishra, N., & Tripathy, N. (2021). The Impact of Merger and Acquisition on Value Creation : An Empirical Evidence. In B. Alareeni, A. Hamdan, & I. Elgedawy (Éds.), *The Importance of New Technologies and Entrepreneurship in Business Development : In The Context of Economic Diversity in Developing Countries* (p. 1435-1456). Springer International Publishing.
- Gupta, N., & Yu, X. (2007). *Does Money Follow the Flag?* (SSRN Scholarly Paper ID 1316364). Social Science Research Network.
- Haapanen, L., Hurmelinna-Laukkanen, P., Nikkilä, S., & Paakkolanvaara, P. (2019). The function-specific microfoundations of dynamic capabilities in cross-border mergers and acquisitions. *International Business Review*, 28(4), 766-784.
- Haar, M. de. (2013). *The relationship between the diplomatic network and the outward foreign direct investments : An application to the Netherlands*.
- Haddad, E. A., Araújo, I. F., Chawki, C., El-Mansoum, R., & Masnaoui, M. (2023). Analysis of economic and environmental impacts of shutting down the Moroccan Refinery Samir : An interregional input-output approach. *Scientific African*, 20, e01690.
- Haddad, M., & Harrison, A. (1993). Are there positive spillovers from direct foreign investment? : Evidence from panel data for Morocco. *Journal of Development Economics*, 42(1), 51-74.
- Hagendorff, J., Collins, M., & Keasey, K. (2008). Investor protection and the value effects of bank merger announcements in Europe and the US. *Journal of Banking & Finance*, 32(7), 1333-1348.
- Hajjar Hind, A., & Alaa Yacoub, Y. (2022). القيود القانونية المفروضة على مجلس إدارة الشركة المستهدفة بالاستحواذ. *revue critique de droit et sciences politiques*, 17(2), 779-802.
- Hallée, Y., & Garneau, J. (2019). L'abduction comme mode d'inférence et méthode de recherche : De l'origine à aujourd'hui. *Recherches qualitatives*, 38(1), 124-140.
- Halpern, P. (1973). Empirical Estimates of the Amount and Distribution of Gains to Companies in Mergers. *The Journal of Business*, 46(4), 554-575.
- Halpern, P. (1983). Corporate Acquisitions : A Theory of Special Cases? A Review of Event Studies Applied to Acquisitions. *The Journal of Finance*, 38(2), 297-317.
- Hambrick, D. C. (2007). Upper Echelons Theory : An Update. *The Academy of Management Review*, 32(2), 334-343.
- Hambrick, D. C., & Fukutomi, G. D. S. (1991). The Seasons of a CEO's Tenure. *The Academy of Management Review*, 16(4), 719-742.
- Hamel, G., & Prahalad, C. K. (1989). *Strategic Intent*. Harvard Business Review Press.

- Hamel, G., & Prahalad, C. K. (2005, juillet 1). Strategic Intent. *Harvard Business Review*.
- Hammami, M. A. and S. (2017). Exploring Links between FDI Inflows, Energy Consumption, and Economic Growth : Further Evidence from MENA Countries. *Journal of Economic Development*, 42(1), 95-117.
- Hammersley, M. (1999). Sociology, What's it for? A Critique of Gouldner. *Sociological Research Online*, 4(3), 113-121.
- Han, T., Ghobadian, A., Hitt, M. A., Ireland, R. D., & O'Regan, N. (2020). Sentiment-Driven Merger Waves. *Academy of Management Proceedings*, 2020(1), 15380.
- Hanieh, A. (2018). *Money, Markets, and Monarchies : The Gulf Cooperation Council and the Political Economy of the Contemporary Middle East*. Cambridge University Press.
- Harford, J. (1999). Corporate Cash Reserves and Acquisitions. *The Journal of Finance*, 54(6), 1969-1997.
- Harford, J. (2005). What drives merger waves? *Journal of Financial Economics*, 77(3), 529-560.
- Harris, R. S., & Ravenscraft, D. (1991). The role of acquisitions in foreign direct investment : Evidence from the U.S. stock market. *The Journal of Finance*, 46(3), 825-844.
- Hartman, D. G. (1979). Foreign Investment and Finance with Risk. *The Quarterly Journal of Economics*, 93(2), 213-232.
- Hassan, M., Patro, D. K., Tuckman, H., & Wang, X. (2007). Do mergers and acquisitions create shareholder wealth in the pharmaceutical industry? *International Journal of Pharmaceutical and Healthcare Marketing*, 1(1), 58-78.
- Haugen, R. A. (1998). *The Inefficient Stock Market : What Pays Off and Why* (First Edition). Prentice Hall.
- Hausman, J., Hall, B. H., & Griliches, Z. (1984). Econometric Models for Count Data with an Application to the Patents-R & D Relationship. *Econometrica*, 52(4), 909-938.
- Haut commissariat au plan. (2005). *Les sources de la croissance économique au Maroc*. Haut commissariat au plan.
- Hayward, M. L. A. (2002). When do firms learn from their acquisition experience? Evidence from 1990 to 1995. *Strategic Management Journal*, 23(1), 21-39.
- Hazelkorn, T., Zenner, M., & Shivdasani, A. (2004). Creating Value with Mergers and Acquisitions. *Journal of Applied Corporate Finance*, 16(2-3), 81-90.
- Henisz, W. J. (2000). The Institutional Environment for Economic Growth. *Economics & Politics*, 12(1), 1-31.

- Henley, J. M. (2021). The Effect of Tax System Characteristics on Cross-Border Mergers and Acquisitions. *Journal of International Accounting Research*, 20(3), 43-58.
- Hennart, J.-F. (1982). *A Theory of Multinational Enterprise*. University of Michigan Press.
- Herger, N., Kotsogiannis, C., & McCorrison, S. (2016). Multiple taxes and alternative forms of FDI: Evidence from cross-border acquisitions. *International Tax and Public Finance*, 23(1), 82-113.
- Hijzen, A., Görg, H., & Manchin, M. (2008). Cross-border mergers and acquisitions and the role of trade costs. *European Economic Review*, 52(5), 849-866.
- Hill, C. W., & Phan, P. (1991). CEO Tenure as a Determinant of CEO Pay. *Academy of Management Journal*, 34(707), 14.
- Hofstede, G. (1980). Culture and Organizations. *International Studies of Management & Organization*, 10(4), 15-41.
- Hogetoorn, B., & Gerritse, M. (2021). The impact of terrorism on international mergers and acquisitions: Evidence from firm-level decisions. *Journal of Peace Research*, 58(3), 523-538.
- Hoisington, W. (1974). Commerce and Conflict: French Businessmen in Morocco, 1952-55. *Journal of Contemporary History*, 9(2), 49-67.
- Holmstrom, B., & Kaplan, S. N. (2001). Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 121-144.
- Hong, S., Lee, J., Oh, F. D., & Shin, D. (2022). Religion and foreign direct investment. *International Business Review*, 102035.
- Hope, Sr, K. R. (2020). Channels of corruption in Africa: Analytical review of trends in financial crimes. *Journal of Financial Crime*, 27(1), 294-306.
- Horn, H., & Persson, L. (2001). The equilibrium ownership of an international oligopoly. *Journal of International Economics*, 53(2), 307-333.
- Hossain, M. S. (2021). Merger & Acquisitions (M&As) as an important strategic vehicle in business: Thematic areas, research avenues & possible suggestions. *Journal of Economics and Business*, 116, 106004.
- Houssini, K., Geng, Y., Liu, J.-Y., Zeng, X., & Hohl, S. V. (2023). Measuring anthropogenic phosphorus cycles to promote resource recovery and circularity in Morocco. *Resources Policy*, 81, 103415.
- Houston, J. F., & Ryngaert, M. D. (1994). The overall gains from large bank mergers. *Journal of Banking & Finance*, 18(6), 1155-1176.

- Hsu, C.-C., Park, J.-Y., & Lew, Y. K. (2019). Resilience and risks of cross-border mergers and acquisitions. *Multinational Business Review*, 27(4), 427-450.
- Huang, P., Officer, M. S., & Powell, R. (2016). Method of payment and risk mitigation in cross-border mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 40, 216-234.
- Huang, S., & Hilary, G. (2018). Zombie board : Board tenure and firm performance. *Journal of Accounting Research*, 56(4), 1285-1329.
- Huber, G. P. (1991). Organizational Learning : The Contributing Processes and the Literatures. *Organization Science*, 2(1), 88-115.
- Huizinga, H. P., & Voget, J. (2009). International Taxation and the Direction and Volume of Cross-Border M&As. *The Journal of Finance*, 64(3), 1217-1249.
- Humphery-Jenner, M., & Powell, R. (2014). Firm size, sovereign governance, and value creation : Evidence from the acquirer size effect. *Journal of Corporate Finance*, 26, 57-77.
- Hussain, T., Tunyi, A. A., Sufyan, M., & Shahab, Y. (2022). Powerful bidders and value creation in M&As. *International Review of Financial Analysis*, 81, 102076.
- Huyghebaert, N., & Luypaert, M. (2013). Value creation and division of gains in horizontal acquisitions in Europe : The role of industry conditions. *Applied Economics*, 45(14), 1819-1833.
- Hyun, H.-J., & Kim, H. (2010). The determinants of cross-border mergers and acquisitions : The role of institutions and financial development in the gravity model. *The World Economy*, 33(2), 292-310.
- Ibhagui, O. (2020). How does foreign direct investment affect growth in sub-Saharan Africa? New evidence from threshold analysis. *Journal of Economic Studies*, 47(1), 149-181.
- Ibrahim, Y., & Raji, J. O. (2018). Cross-border merger and acquisition activities in Asia : The role of macroeconomic factors. *Studies in Economics and Finance*, 35(2), 307-329.
- Ibrahimi, M., & Amine, M. (2020). L'impact de l'annonce des fusions et acquisitions sur la richesse actionnariale des acquéreurs : Cas de la région MENA. *Gestion 2000*, 37, 69.
- Ibrahimi, M., Amine, M., & Taghzouti, A. (2021). Determinants of value creation through mergers and acquisitions in the MENA region. *International Journal of Business Performance Management*, 22(2-3), 273-290.
- Ibrahimi, M., & Liassini, J. E. (2021). Mergers and acquisitions in Morocco : Reality and perspectives. *International Journal of Emerging Markets*, 17(10), 2655-2675.
- Ibrahimi, M., & Taghzouti, A. (2014a). Les fusions et acquisitions : Un paradoxe toujours inexplicé. *Recherches en Sciences de Gestion*, 102, 99-116.

- Ibrahimi, M., & Taghzouti, A. (2014b). Les fusions et acquisitions : Un paradoxe toujours inexpliqué, Mergers and acquisitions: a still unexplained paradox. *Recherches en Sciences de Gestion*, 102, 99-116.
- Ibrahimi Mohammed & Meghouar Hicham. (2019). Sources of value creation and destruction in horizontal mergers and acquisitions. *Managerial Finance*, 45(10/11), 1398-1415.
- Idang, G. E. (2015). African culture and values. *Phronimon*, 16(2), 97-111.
- Idot, L. (2002). Le contrôle des concentrations. *Revue internationale de droit économique*, t. XVI(2), 175-205.
- Igbinigie, O., Cook, M., & Zheng, L. (2020). Motivations of R&D FDI in the UK : Analysis, Discussion, and Conclusion. In O. Igbinigie, M. Cook, & L. Zheng (Éds.), *Strategic Motivations of Inward R&D FDI: An Empirical Analysis of the UK* (p. 87-105). Springer International Publishing.
- Iida, P. C., Ruegg, R., Boer, M. de, Araki, N., & Agnello, M. F. (2020). *The Concise APA Handbook : APA 7th Edition*. IAP.
- IMAA Institute. (2023). *M&A Statistics by industries*. Imaa-Institute. <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/ma-statistics-by-industries/>
- Inforisk. (2023). *Inforisk*. Inforisk. <https://www.inforisk.ma/servlet/EspaceVisiteurServlet>
- Institut Amadeus. (2015). *Le Maroc en Afrique, la voie royale*. <https://www.medays.org/wp-content/uploads/2018/09/Etude%20Maroc%20Afrique%202015%20Final.pdf>
- Institutional Shareholder Services. (2013). *Policy Survey*. Institutional Shareholder Services Inc. <https://www.issgovernance.com/file/files/ISS2013-2014PolicySurveyResultsReport.pdf>
- Instruction générale de l'office des changes, (2011). http://www.befec.ma/documentation/office_des_changes/instruction-annexes.pdf
- Instruction générale de l'office des changes 2022, (2022). <https://www.oc.gov.ma/sites/default/files/2022-01/IGOC%202022.pdf>
- Ismail, N. (2009). The Determinant of Foreign Direct Investment in ASEAN : A Semi-Gravity Approach. *Transition Studies Review*, 16(3), 710-722.
- Jabri, A., & Brahim, M. (2015). Institutional Determinants Of Foreign Direct Investment In MENA Region : Panel Co-Integration Analysis. *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 31, 2001.
- Jabri, A., Guesmi, K., & Abid, I. (2013). Determinants Of Foreign Direct Investment In MENA Region : Panel Co-Integration Analysis. *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 29(4), Article 4.

- Jaffe, J., Jindra, J., Pedersen, D., & Voetmann, T. (2015). Returns to acquirers of public and subsidiary targets. *Journal of Corporate Finance*, 31, 246-270.
- Jaiblai, P., & Shenai, V. (2019). The Determinants of FDI in Sub-Saharan Economies : A Study of Data from 1990–2017. *International Journal of Financial Studies*, 7(3), Article 3.
- Jaidi, L. (2022). *La politique du commerce extérieur : Performances et dysfonctionnements institutionnels* (Policy report, p. 114). Ocp policy center. <https://www.policycenter.ma/publications/la-politique-du-commerce-exterieur-performances-et-dysfonctionnements-institutionnels>
- Jain, S., Kashiramka, S., & Jain, P. K. (2021). Determinants of stock market reaction to cross-border acquisitions: Evidence from emerging economies. *International Journal of Emerging Markets*, 18(9), 3116-3137.
- Jamal, B. (2018). Moroccan Counter-terrorism Policy : Case of Moroccan Female Migrants to ISIS. *International Annals of Criminology*, 56(1-2), 145-156.
- Jasinski, S. M. (2019). *U.S. Geological Survey, Mineral Commodity Summaries, Phosphate Rock*. National Minerals Information Center.
- Jayaram, K., Kassiri, O., & Irene, Y. S. (2017). *The closest look yet at Chinese economic engagement in Africa | McKinsey*. McKinsey & Company Inc. <https://www.mckinsey.com/featured-insights/middle-east-and-africa/the-closest-look-yet-at-chinese-economic-engagement-in-africa>
- Jensen, M. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76, 323-329.
- Jensen, M. C. (2005). Agency Costs of Overvalued Equity. *Financial Management*, 34(1), 5-19. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2005.tb00090.x>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm : Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M. C., & Ruback, R. S. (1983). The market for corporate control : The scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, 11(1), 5-50.
- Jeune Afrique. (2022, avril 26). Émirats arabes unis : Collège royal, job étudiant, Marche verte... L'adolescence marocaine de MBZ – Jeune Afrique. *JeuneAfrique.com*. <https://www.jeuneafrique.com/1342338/politique/emirats-arabes-unis-college-royal-job-etudiant-marche-verte-ladolescence-marocaine-de-mbz/>
- Jimenez, A., Eren, M., & Bayraktar, S. (2020). Psychic distance and FDI in Turkey : The role of industrial development and religion. *European Journal of International Management*, 14(5), 775-795.

- Jin, S., Xiaohui, H., Yunxiong, L., & Tao, F. (2021). Does the belt and road initiative reshape china's outward foreign direct investment in asean? Shifting motives of state-owned and private-owned enterprises. *The Singapore Economic Review*, 66(01), 161-183.
- Johanson, J., & Vahlne, J.-E. (1977). The Internationalization Process of the Firm—A Model of Knowledge Development and Increasing Foreign Market Commitments. *Journal of International Business Studies*, 8(1), 23-32.
- Johanson, J., & Wiedersheim-Paul, F. (1975). The Internationalization of the Firm—Four Swedish Cases 1. *Journal of Management Studies*, 12(3), 305-323.
- John, K., Lin, S., & Qi, Q. (2016). *Bilateral Political Relations and Cross-Border M&As* (SSRN Scholarly Paper 2871626).
- Jones, G. (1996). *The Evolution of International Business : An Introduction*.
- Jones, G., & Khanna, T. (2006). Bringing History (Back) into International Business. *Journal of International Business Studies*, 37(4), 453-468.
- Jones, P. (2013). History matters : New evidence on the long run impact of colonial rule on institutions. *Journal of Comparative Economics*, 41(1), 181-200.
- Jordaan, J. C. (2004). *Foreign direct investment and neighbouring influences*. Université de Pretoria.
- Jose, J., & Mellina, F. (2005). The investment development path of newly developed countries. *International Journal of the Economics of Business*, 12, 123-137.
- Accord de partenariat dans le domaine de la pêche durable entre l'Union Européenne et le Royaume du Maroc, (2019). [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:22019A0320\(01\)&from=PL](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:22019A0320(01)&from=PL)
- Jovanovic, B., & Rousseau, P. L. (2002). *The Q-Theory of Mergers*. 92(2), 8.
- Jovanovic, B., & Rousseau, P. L. (2008). Mergers as reallocation. *Review of Economics and Statistics*, 90(4), 765-776.
- J.P. Morgan. (2020). *2020 GLOBAL M&A OUTLOOK: Navigating a period of uncertainty*. J.P. Morgan. <https://www.jpmorgan.com/jpmpdf/1320748081210.pdf>
- Kamal, M. A., Hasanat Shah, S., Jing, W., & Hasnat, H. (2020). Does the Quality of Institutions in Host Countries Affect the Location Choice of Chinese OFDI : Evidence from Asia and Africa. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(1), 208-227.
- Kang, H.-J., Lee, S.-G., & Park, S.-Y. (2022). Information Efficiency in the Cryptocurrency Market:The Efficient-Market Hypothesis. *Journal of Computer Information Systems*, 62(3), 622-631.

- Kansal, S., & Chandani, A. (2014). Effective Management of Change During Merger and Acquisition. *Procedia Economics and Finance*, 11, 208-217.
- Kanungo, R. P. (2021). Payment choice of M&As : Financial crisis and social innovation. *Industrial Marketing Management*, 97, 97-114.
- Kaplow, L. (2021). Horizontal merger analysis. *International Journal of Industrial Organization*, 102714.
- Kariuki, B., Muturi, W., & Kiragu, D. N. (2016). *Stock Market Reaction to Mergers and Acquisitions Announcements in Emerging Markets. Evidence from Mergers and Acquisitions Firms Listed in Eastern Africa Securities Markets*.
- Kaufman, B. E. (2007). The institutional economics of John R. Commons : Complement and substitute for neoclassical economic theory. *Socio-Economic Review*, 5(1), 3-45.
- Kaufmann, D., Kraay, A., & Massimo, M. (2010). *The worldwide governance indicators : Methodology and analytical issues*.
- Kaufmann, D., Kraay, A., & Mastruzzi, M. (2009). *Governance Matters VIII : Aggregate And Individual Governance Indicators 1996-2008*. The World Bank.
- Kaufmann, D., Kraay, A., & Mastruzzi, M. (2010). *The Worldwide Governance Indicators : Methodology and Analytical Issues*. World Bank.
- Kaufmann, W., Hooghiemstra, R., & Feeney, M. K. (2018). Formal institutions, informal institutions, and red tape : A comparative study. *Public Administration*, 96(2), 386-403.
- Kaulihowa, T., & Adjasi, C. (2018). FDI and Welfare Dynamics in Africa. *Thunderbird International Business Review*, 60(3), 313-328.
- Kearney. (2023). *Cautious Optimism. 2023 FDI Confidence Index*. Kearney Global Business Policy Council.
<https://www.kenarney.com/documents/3677458/295856836/Cautious+optimism-2023+FDI+Confidence+Index.pdf/0e8f7145-6296-b236-d453-1f3254b3c281?t=1680272309000>
- Kedia, S., Ravid, S. A., & Pons, V. (2011). When Do Vertical Mergers Create Value? *Financial Management*, 40(4), 845-877.
- Keeves, J. P. (1997). *Educational research, methodology and measurement : An international handbook*. Pergamon.
- Kellard, N. M., Kontonikas, A., Lamla, M. J., Maiani, S., & Wood, G. (2022). Risk, financial stability and FDI. *Journal of International Money and Finance*, 120, 102232.
- Keynes, J., M. (1919). *The Economic Consequences of the Peace* (Macmillan).

- Khayat, S. H. (2017). Oil and the Location Determinants of Foreign Direct Investment in flows to Mena Countries. *Journal of International Business Research*.
- Kiessling, T., Vlačić, B., & Dabić, M. (2021). Mapping the Future of Cross-Border Mergers and Acquisitions : A Review and Research Agenda. *IEEE Transactions on Engineering Management*.
- Kim, W. (2012). Investor Protection and the Mode of Acquisition : Implications for Ownership Dilution and Formation of Pyramids. *Financial Management*, 41(1), 55-93.
- King, D. (2018). *Mergers and Acquisitions : A Research Overview*.
- King, D. R., Dalton, D. R., Daily, C. M., & Covin, J. G. (2004). Meta-analyses of post-acquisition performance : Indications of unidentified moderators. *Strategic Management Journal*, 25(2), 187-200.
- Kivunja, C., & Kuyini, A. B. (2017). Understanding and Applying Research Paradigms in Educational Contexts. *International Journal of Higher Education*, 6(5), 26-41.
- Kiyota, K., & Urata, S. (2004). Exchange Rate, Exchange Rate Volatility and Foreign Direct Investment. *The World Economy*, 27(10), 1501-1536.
- Klapper, L. F., & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 703-728.
- Klein, T. (2020). *Event Studies in Merger Analysis : Review and an Application Using U.S. TNIC Data* (SSRN Scholarly Paper 3517189).
- Kleinert, J., & Klodt, H. (2002). Causes and Consequences of Merger Waves. In *Kiel Working Papers* (1092; Kiel Working Papers). Kiel Institute for the World Economy.
- Kodila-Tedika, O., & Khalifa, S. (2023). Official visits and foreign direct investment. *The Journal of International Trade & Economic Development*, 0(0), 1-27.
- Kofi, N. A., Baafi, J. A., & Sarkodie, E. E. (2022). The Determinants of Mergers and Acquisitions in Ghana. *American Journal of Economics*, 6(2), Article 2.
- Konara, P., & Wei, Y. (2014). The Role of Language in Bilateral FDI : A Forgotten Factor? In Y. Temouri & C. Jones (Éds.), *International Business and Institutions after the Financial Crisis* (p. 212-227). Palgrave Macmillan UK.
- Koo, J. S. (2020). How Do Advisors Influence Mergers and Acquisitions? : An Analysis of Acquisitions in Japan. *The Journal of Asian Finance, Economics, and Business*, 7(7), 123-129.
- Kostova, T. (1997). Country institutional profiles : Concept and measurement. *Academy of Management Proceedings*, 1997(1), 180-184.

- Kostova, T. (1999). Transnational Transfer of Strategic Organizational Practices : A Contextual Perspective. *The Academy of Management Review*, 24(2), 308-324.
- Kostova, T., Beugelsdijk, S., Scott, W. R., Kunst, V. E., Chua, C. H., & van Essen, M. (2020). The construct of institutional distance through the lens of different institutional perspectives : Review, analysis, and recommendations. *Journal of International Business Studies*, 51(4), 467-497.
- Kroll, M. J., Toombs, L. A., & Wright, P. (2000). Napoleon's Tragic March Home from Moscow : Lessons in Hubris. *The Academy of Management Executive (1993-2005)*, 14(1), 117-128.
- Kuhn, T. S. (1962). *The Structure of Scientific Revolutions* (Second Edition, Enlarged). University of Chicago Press.
- Kumar, B. R., & Suhas, K. m. (2010). An analytical study on value creation in Indian bank mergers. *Afro-Asian Journal of Finance and Accounting*, 2(2), 107-134.
- Kuyoro, M., Leke, A., White, O., Woetzel, J., & Jayaram, K. (2023). *Reimagining economic growth in Africa : Turning diversity into opportunity*. McKinsey Global Institute.
- Kwok, D. W. P., Meschi, P.-X., & Bertrand, O. (2020). In CEOs we trust : When religion matters in cross-border acquisitions. The case of a multifaith country. *International Business Review*, 29(4), 101705.
- Kyriazis, D. (2010). The Long-Term Post Acquisition Performance of Greek Acquiring Firms. *International Research Journal of Finance and Economics*, 43, 1450-2887.
- Kyrkilis, D., & Pantelidis, P. (2003). Macroeconomic determinants of outward foreign direct investment. *International Journal of Social Economics*, 30(7), 827-836.
- 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.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.
- Landreth, H. H. (1976). *History of Economic Theory : Scope, Method, and Content*. Houghton Mifflin School.
- Lane, P. R., & Milesi-Ferretti, G. M. (2008). International Investment Patterns. *The Review of Economics and Statistics*, 90(3), 538-549.
- LaPorta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.
- LaPorta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1999). The Quality of Government. *Journal of Law, Economics and Organization*, 15(1), 222-279.

- Larsen, M., & Zamborsky, P. (2018). *M&A Motives and Home Country Institutions : Evidence from Asian-Pacific Acquisitions in Europe* (SSRN Scholarly Paper 3687480).
- Larsson, R., & Finkelstein, S. (1999). Integrating Strategic, Organizational, and Human Resource Perspectives on Mergers and Acquisitions : A Case Survey of Synergy Realization. *Organization Science*, 10(1), 1-26.
- Latief, R., & Lefen, L. (2018). The Effect of Exchange Rate Volatility on International Trade and Foreign Direct Investment (FDI) in Developing Countries along “One Belt and One Road”. *International Journal of Financial Studies*, 6(4), Article 4.
- Lazrak, R. (2006). *Droits d'enregistrement taxe sur les actes et conventions* (La porte).
- Le Desk. (2016). La SNI, locomotive ou cash machine? *Le Desk*. <https://ledesk.ma/grandangle/la-sni-locomotive-ou-cash-machine/>
- Le ministère de la Transition énergétique et du Développement durable. (2021). *INDICATEURS CLÉS (2021)*. <https://www.mem.gov.ma/pages/secteur.aspx?e=7>
- Le monde. (2003, juin 4). Altadis prend le contrôle de la Régie des tabacs marocains. *Le Monde.fr*. https://www.lemonde.fr/archives/article/2003/06/04/altadis-prend-le-contrôle-de-la-regie-des-tabacs-marocains_322681_1819218.html
- Lebedev, S., Peng, M. W., Xie, E., & Stevens, C. E. (2015). Mergers and acquisitions in and out of emerging economies. *Journal of World Business*, 50(4), 651-662.
- L'économiste. (2023, décembre). *New impetus for MoroccoUAE relationships*. https://www.leconomiste.com/sites/default/files/eco7/public/weekly_highlights_6657.pdf
- Lee, D. (2017). Cross-border mergers and acquisitions with heterogeneous firms : Technology vs. market motives. *The North American Journal of Economics and Finance*, 42, 20-37.
- Lee, J. W., & Brahmairene, T. (2020). Exchange Rate Movements and Structural Break on China FDI Inflows. *Contemporary Economics*, 14, 112-126.
- Lefebvre, E. F. (2018). *Mémento Fusions et acquisitions 2018 Ed. 10*. Editions Francis Lefebvre.
- Legros, D., Dubé, J., & Brunelle, C. (2016). Location Theories and Business Location Decision : A Micro-Spatial Investigation of a Nonmetropolitan Area in Canada. *Review of Regional Studies*, 46.
- Legros, G. (2016). *Ingénierie financière : Fusions, acquisitions et autres restructurations des capitaux Ed. 2*. Dunod.
- Lemrajni, L. (2019). Les Fusions- Rapprochement dans le secteur public Marocain : Cas de la TGR-CED. *Revue de Consolidation Comptable et de Management de la Performance*, 3, Article 3.

- Lemtouni, A. (2013). *ندماج الشركات بين حكمة التركيز الاقتصادي و الحاجة إلى الحماية القانونية* (1^{re} éd.).
- Les echos. (2022). *Comment les banques marocaines profitent du désengagement français en Afrique*. <https://www.lesechos.fr/finance-marches/banque-assurances/comment-les-banques-marocaines-profitent-du-desengagement-francais-en-afrique-1783987>
- Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P. D. (2003). Earnings management and investor protection : An international comparison. *Journal of Financial Economics*, 69(3), 505-527.
- Levine, R., Lin, C., & Shen, B. (2020). Cross-border acquisitions : Do labor regulations affect acquirer returns? *Journal of International Business Studies*, 51(2), 194-217.
- Levitt, B., & March, J. G. (1988). Organizational Learning. *Annual Review of Sociology*, 14(1), 319-338.
- Lewellen, W. G. (1971). A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger. *Journal of Finance*, 26(2), 521-537.
- Li, J., Li, P., & Wang, B. (2016). Do cross-border acquisitions create value? Evidence from overseas acquisitions by Chinese firms. *International Business Review*, 25(2), 471-483.
- Li, J., Meyer, K. E., Zhang, H., & Ding, Y. (2018). Diplomatic and corporate networks : Bridges to foreign locations. *Journal of International Business Studies*, 49(6), 659-683.
- Li, L., Duan, Y., He, Y., & Chan, K. C. (2018). Linguistic distance and mergers and acquisitions : Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 49, 81-102.
- Li, S., & Huang, S. (2018). Politics, culture and M&As' transaction completion. *Nankai Business Review International*, 9(3), 264-288.
- Li, S., Liu, G. S., & Gregoriou, A. (2021). Do more mergers and acquisitions create value for shareholders? *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 56(2), 755-787.
- Li, W., Wang, C., Ren, Q., & Zhao, D. (2020). Institutional distance and cross-border M&A performance : A dynamic perspective. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 66, 101207.
- Li, Y. (2019). Saudi Arabia's Economic Diplomacy through Foreign Aid : Dynamics, Objectives and Mode. *Asian Journal of Middle Eastern and Islamic Studies*, 13(1), 110-122.
- Li, Y., & Sai, Q. (2020). The effects of language and religion on cross-border acquisition completion. *Research in International Business and Finance*, 54, 101294.
- Lian, Z., Sun, W., Xie, D., & Zheng, J. (2021). Cultural difference and China's cross-border M&As : Language matters. *International Review of Economics & Finance*, 76, 1205-1218.
- Liang, Q., Li, N., & Li, J. (2018). How Are the Determinants of Emerging Asia's Cross-Border Mergers and Acquisitions Inflows Different from Outflows?*. *Asian Economic Papers*, 17(1), 123-144.

- Liao, R., Wang, X., & Wu, G. (2021). The role of media in mergers and acquisitions. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 74, 101299.
- Liargovas, P. G., & Skandalis, K. S. (2012). Foreign Direct Investment and Trade Openness : The Case of Developing Economies. *Social Indicators Research*, 106(2), 323-331.
- Lin, Z., Peng, M. W., Haibin, Y., & Sun, S. L. (2009). How do networks and learning drive M&As? An institutional comparison between China and the United States. *Strategic Management Journal*, 30(10), 1113-1132.
- Lincoln, Y. S., & Guba, E. G. (1985). *Naturalistic Inquiry*. SAGE.
- Liou, R.-S., & Rao-Nicholson, R. (2017). Out of Africa : The role of institutional distance and host-home colonial tie in South African Firms' post-acquisition performance in developed economies. *International Business Review*, 26(6), 1184-1195.
- Liu, C., Chen, Y., Li, S., Sun, L., & Yang, M. (2021). Local political corruption and M&As. *China Economic Review*, 69, 101677.
- Liu, H., Jiang, J., Jin, L., & Tang, Y. (2019). Investors' Protection and Performance of Cross-Border Mergers and Acquisitions—An Empirical Study Based on Chinese Listed Enterprises. In J. Xu, F. L. Cooke, M. Gen, & S. E. Ahmed (Éds.), *Proceedings of the Twelfth International Conference on Management Science and Engineering Management* (p. 1735-1748). Springer International Publishing.
- Liu, H. Y., & Desatnicov, I. (2016). Exchange rate and Chinese outward FDI. *Applied Economics*, 48(51), 4961-4976.
- Liu, M., Su, C., Wang, F., & Huang, L. (2020). Chinese cross-border M&As in the “One Belt One Road” countries : The impact of Confucius Institutes. *China Economic Review*, 61, 101432.
- Liu, X., Buck, T., & Shu, C. (2005). Chinese economic development, the next stage : Outward FDI? *International Business Review*, 14(1), 97-115.
- Lmustapha, M. M. (2023). The Colonial Heritage : The French Language and the Question of Education in Morocco Today. *The Maghreb Review*, 48(1), 100-115.
- Lobo, B., Vieira, E., & Oliveira, J. (2023). The Effect of the Announcement of Mergers and Acquisitions on Abnormal Returns : A Bibliometric Analysis. *2023 18th Iberian Conference on Information Systems and Technologies (CISTI)*, 1-6.
- Loyeung, A. (2019). The role of boutique financial advisors in mergers and acquisitions. *Australian Journal of Management*, 44(2), 212-247.

- Lu, W., Kasimov, I., Karimov, I., & Abdullaev, Y. (2020). Foreign Direct Investment, Natural Resources, Economic Freedom, and Sea-Access : Evidence from the Commonwealth of Independent States. *Sustainability*, *12*(8), Article 8.
- Lubatkin, M. (1988). Value-Creating Mergers : Fact or Folklore? *Academy of Management Perspectives*, *2*(4), 295-302.
- Lucke, N., & Eichler, S. (2016). Foreign direct investment : The role of institutional and cultural determinants. *Applied Economics*, *48*(11), 935-956.
- Lundqvist, A., Liljebloom, E., Löflund, A., & Maury, B. (2019). M&As in Africa – effects of law and governance. *International Journal of Emerging Markets*, *14*(5), 873-898.
- Luo, Y., & Tung, R. L. (2007). International expansion of emerging market enterprises : A springboard perspective. *Journal of International Business Studies*, *38*(4), 481-498.
- Luo, Y., & Wang, S. L. (2012). Foreign direct investment strategies by developing country multinationals : A diagnostic model for home country effects. *Global Strategy Journal*, *2*(3), 244-261.
- Luo, Y., Xue, Q., & Han, B. (2010). How emerging market governments promote outward FDI : Experience from China. *Journal of World Business*, *45*(1), 68-79.
- Mabasa, K. (2019). *Value creation through mergers and acquisitions in South Africa*.
- MacDougall, G. D. A. (1960). THE BENEFITS and COSTS OF PRIVATE INVESTMENT FROM ABROAD : A THEORETICAL APPROACH*. *Economic Record*, *36*(73), 13-35.
- MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, *35*(1), 13-39.
- Madi Jumia. (2021). *Libyan Banking Mergers and Acquisitions and Small and Medium Enterprise Lending—ProQuest*. ProQuest Dissertations Publishing.
- Makayssi, K., Alaoui, H. E., & Loulid, A. (2021). Post-Merger Acquisition of LAFARGE HOLCIM MOROCCO. *La Revue Marocaine de Contrôle de Gestion*, *10*, Article 10.
- Makino, S., & Tsang, E. W. K. (2011). Historical ties and foreign direct investment : An exploratory study. *Journal of International Business Studies*, *42*(4), 545-557.
- Makoni, P. L. (2018). FDI and Trade Openness : The Case of Emerging African Economies. *Journal of Accounting and Management*, *8*(2), 141-152.
- Maksimovic, V., & Phillips, G. (2001). The Market for Corporate Assets : Who Engages in Mergers and Asset Sales and Are There Efficiency Gains? *Journal of Finance*, *56*(6), 2019-2065.
- Malatesta, P. (1983). The wealth effect of merger activity and the objective functions of merging firms. *Journal of Financial Economics*, *11*(1-4), 155-181.

- Malhotra, S., & Gaur, A. S. (2014). Spatial geography and control in foreign acquisitions. *Journal of International Business Studies*, 45(2), 191-210.
- Malhotra, S., Sivakumar, K., & Zhu, P. (2011). Curvilinear relationship between cultural distance and equity participation : An empirical analysis of cross-border acquisitions. *Journal of International Management*, 17(4), 316-332.
- Malhotra, S., Zhu, P., & Locander, W. (2010). Impact of host-country corruption on U.S. and Chinese cross-border acquisitions. *Thunderbird International Business Review*, 52(6), 491-507.
- Malik, A. (2021). Money, Markets, and Monarchies : The Gulf Cooperation Council and the Political Economy of the Contemporary Middle East By Adam Hanieh. *Journal of Islamic Studies*, 32(1), 149-153.
- Manne, H. G. (1965). Mergers and the Market for Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 73.
- March, J. G. (1991). Exploration and Exploitation in Organizational Learning. *Organization Science*, 2(1), 71-87.
- Marin, D., Lorentowicz, A., & Raubold, A. (2003). Ownership, Capital or Outsourcing : What Drives German Investment to Eastern Europe? In H. Herrmann & R. Lipsey (Éds.), *Foreign Direct Investment in the Real and Financial Sector of Industrial Countries* (p. 147-163). Springer.
- Marincola, E., & Kariuki, T. (2020). Quality Research in Africa and Why It Is Important. *ACS Omega*, 5(38), 24155-24157.
- Mariotti, S., & Marzano, R. (2020). Relational ownership, institutional context, and internationalization of state-owned enterprises : When and how are multinational co-owners a plus? *Global Strategy Journal*, 10(4), 779-812.
- Maroc telecom. (2006). *Résultats de Maroc Telecom*. Maroc telecom. <https://www.iam.ma/Lists/TelechargementFinance/Attachments/359/MarocTelecom-Resultats2005-VF.pdf>
- Maroc Telecom. (2007). *Rapport annuel d'activité de Maroc Telecom de 2006* (p. 56). <https://www.iam.ma/Lists/Publication/Attachments/13/Maroc-Telecom-Rapport-Annuel-2006.pdf>
- Maroc Telecom. (2008). *Rapport annuel d'activité de Maroc Telecom de 2007* (p. 30). Maroc Telecom. <https://www.iam.ma/Lists/Publication/Attachments/12/Maroc-Telecom-Rapport-Annuel-2007.pdf>

- Maroc telecom. (2009). *Résultats de Maroc Télécom*. Maroc telecom. <https://www.iam.ma/Lists/TelechargementFinance/Attachments/331/MarocTelecom-CP-Resultats-2008-FR.pdf>
- Maroc Telecom. (2011). *Rapport annuel d'activité de Maroc Telecom de 2010* (p. 33). Maroc Telecom. https://www.iam.ma/Lists/Publication/Attachments/20/Rapport-Annuel-Maroc-Telecom-2010_MAI-2011.pdf
- Maroc telecom. (2012). *Résultats de Maroc Telecom*. Maroc telecom. <https://www.iam.ma/Lists/TelechargementFinance/Attachments/647/Maroc-Telecom-Document-Reference-23042012.pdf>
- Maroc Telecom. (2013). *Rapport annuel d'activité et de développement durable de Maroc Telecom de 2012* (p. 70). Maroc Telecom. https://www.iam.ma/Lists/Publication/Attachments/32/Maroc_Telecom_Rapport_Developpement_Durable%202012.pdf
- Maroc Telecom. (2015). *Rapport annuel d'activité et de développement durable de Maroc Telecom de 2014*. Maroc Telecom. <https://www.iam.ma/Lists/Publication/Attachments/63/RADD-MT2014.PDF>
- Maroc telecom. (2016). *Résultats de Maroc Telecom*. Maroc telecom. https://www.iam.ma/Lists/TelechargementFinance/Attachments/862/Maroc%20Telecom_CP-R%C3%A9sultats%20FY%202015_FR.pdf
- Maroc Telecom. (2019a). *2019 Universal Registration Document*. Maroc Telecom. https://www.iam.ma/Lists/TelechargementFinance/Attachments/1265/Maroc%20Telecom_Universal%20registration%20document%202019.pdf
- Maroc Telecom. (2019b). *Rapport annuel d'activité et de développement durable de Maroc Telecom de 2017*. Maroc Telecom. <https://www.iam.ma/Lists/Publication/Attachments/87/RA%20MT%202017.pdf>
- Maroc telecom. (2019). *Résultats de Maroc telecom*. Maroc telecom. https://www.iam.ma/Lists/TelechargementFinance/Attachments/1177/Maroc_Telecom_CP_Resultats_FY_2018_FR.pdf
- Maroc Telecom. (2020). *Rapport annuel d'activité et de développement durable de Maroc Telecom de 2018*. Maroc Telecom. <https://www.iam.ma/Lists/Publication/Attachments/93/Rapport-d-Activite-et-de-Developpement-Durable-2018.pdf>
- Maroc Telecom. (2021). *Rapport annuel d'activité et de développement durable de Maroc Telecom de 2019* (p. 104). Maroc Telecom.

- https://www.iam.ma/Lists/Publication/Attachments/97/Rapport_Activite_Developpement_Durable_2019.pdf
- Maroc telecom. (2023). *Résultats financiers de Maroc Telecom*. Maroc telecom. https://www.iam.ma/Lists/TelechargementFinance/Attachments/1443/Maroc_Telecom_CP-Resultats_FY2022.pdf
- Marris, R. (1964). *The Economic Theory of Managerial Capitalism*. Free Press of Glencoe.
- Martin, O. (2012). Induction-déduction. *Sociologie*.
- Martinez, I. (1994). *La pertinence de l'information comptable dans les rendements boursiers : Une étude empirique sur le marché français* [These de doctorat, Toulouse 1].
- Martynova, M., & Renneboog, L. (2006). *Mergers and Acquisitions in Europe* (SSRN Scholarly Paper 880379).
- Martynova, M., & Renneboog, L. (2008). A century of corporate takeovers : What have we learned and where do we stand? *Journal of Banking & Finance*, 32(10), 2148-2177.
- Masulis, R. W., & Simsir, S. A. (2018). Deal Initiation in Mergers and Acquisitions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 53(6), 2389-2430.
- Mateev, M. (2017). Is the M&A announcement effect different across Europe? More evidences from continental Europe and the UK. *Research in International Business and Finance*, 40, 190-216.
- Matmati, M. (2020). *La recherche en sciences de gestion : Pratiques, difficultés, utilité - Contribution au débat*. Editions Campus Ouvert.
- Matusaka, J. (1993). Takeover Motives during the Conglomerate Merger Wave. *RAND Journal of Economics*, 24(3), 357-379.
- Matura, T. (2019). China-CEE Trade, Investment and Politics. *Europe-Asia Studies*, 71(3), 388-407.
- Maung, M., Shedden, M., Wang, Y., & Wilson, C. (2019). The investment environment and cross-border merger and acquisition premiums. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 59, 19-35.
- McCann, M. (2001). Cross-border acquisitions : The UK experience. *Applied Economics*, 33(4), 457-461.
- McCarthy, K. J., Dolfsma, W., & Weitzel, U. (2016). The First Global Merger Wave and the Enigma of Chinese Performance. *Management and Organization Review*, 12(2), 221-248.
- McKinsey & Company Inc. (2017). *Dance of the lions and dragons. How are Africa and China engaging, and how will the partnership evolve?* McKinsey & Company Inc. <https://www.mckinsey.com/~media/mckinsey/featured%20insights/middle%20east%20an>

d%20africa/the%20closest%20look%20yet%20at%20chinese%20economic%20engagem
ent%20in%20africa/dance-of-the-lions-and-dragons.pdf

Mckinsey global institute. (2016). *Lions on the move 2 : Realizing the potential of Africa's economies*.

<https://www.mckinsey.com/~/media/McKinsey/Featured%20Insights/Middle%20East%20and%20Africa/Realizing%20the%20potential%20of%20Africas%20economies/MGI-Lions-on-the-Move-2-Full-report-September-2016v2.ashx>

Meghouar, H. (2020). A qualitative analysis to identify takeover target criteria. *Management Decision*, 59(8), 1895-1914.

Meghouar, H., & Ibrahim, M. (2020). Financial characteristics of takeover targets : A French empirical evidence. *EuroMed Journal of Business*, 16(1), 69-85.

Meghouar, H., & Sbai, H. (2013a). (PDF) La Performance des Fusions et Acquisitions bancaires : Le cas de la Banque Commerciale du Maroc et Wafabank. *La Revue Gestion et Organisation*, 5(1), 71-78.

Meghouar, H., & Sbai, H. (2013b). The Performance of bank mergers and acquisitions : The case of the commercial bank of Morocco and wafabank. *La Revue Gestion et Organisation*, 5(1), 71-78.

Meier, O., & Schier, G. (2019). *Fusions Acquisitions Ed. 6*. Dunod.

Mel, T. (2017). *L'étude des déterminants des opérations de fusions et acquisitions pour les entreprises innovantes : Le cas de l'industrie pharmaceutique* [Université lorraine].

Méon, P.-G., & Sekkat, K. (2004). Does the Quality of Institutions Limit the MENA's Integration in the World Economy? *The World Economy*, 27(9), 1475-1498.

Merritt, D. (Éd.). (2020). The Epistemology of Science. In *A Philosophical Approach to MOND: Assessing the Milgromian Research Program in Cosmology* (p. 1-19). Cambridge University Press.

Meyer, K. E. (2001). Institutions, Transaction Costs, and Entry Mode Choice in Eastern Europe. *Journal of International Business Studies*, 32(2), 357-367.

Meyer, K. E. (2015). What is "strategic asset seeking FDI"? *The Multinational Business Review*, 23(1), 57-66.

Meyer, M., Milgrom, P., & Roberts, J. (1992). Organizational Prospects, Influence Costs, and Ownership Changes. *Journal of Economics & Management Strategy*, 1(1), 9-35.

Mezran, K., & Henneberg, S. (2022). *Gulf Influence in the Maghreb—New Lines Institute*. New Lines institute for strategy and policy. <https://newlinesinstitute.org/north-africa/gulf-influence-in-the-maghreb/>

- Mhenna, R., & Jamal, Y. (2020). Le cadre épistémologique : Pierre angulaire de toute recherche en science de gestion. *Revue Economie, Gestion et Société*, 1(25), Article 25.
- Mhlanga, N., Blalock, G., & Christy, R. (2010). Understanding foreign direct investment in the southern African development community : An analysis based on project-level data. *Agricultural Economics*, 41(3-4), 337-347.
- Miao, M., Lang, Q., Borojo, D. G., Yushi, J., & Zhang, X. (2020). The Impacts of Chinese FDI and China–Africa Trade on Economic Growth of African Countries : The Role of Institutional Quality. *Economies*, 8(3), Article 3.
- Michailova, S. (2011). Contextualizing in International Business research : Why do we need more of it and how can we be better at it? *Scandinavian Journal of Management*, 27(1), 129-139.
- Miller, D. (1991). Stale in the Saddle : CEO Tenure and the Match Between Organization and Environment. *Management Science*, 37(1), 34-52.
- Mina, W. M. (2012). The Institutional Reforms Debate and FDI Flows to the MENA Region : The “Best” Ensemble. *World Development*, 40(9), 1798-1809.
- Ministère de l’Europe et des affaires étrangères. (2023). *Diplomatie économique et commerce extérieur*. France Diplomatie - Ministère de l’Europe et des Affaires étrangères. <https://www.diplomatie.gouv.fr/fr/politique-etrangere-de-la-france/diplomatie-economique-et-commerce-exterieur/>
- Ministère de l’Industrie, du Commerce et de l’Économie Verte et Numérique. (2019). *Maroc pme : Présentation du bilan des réalisations 2014 -2018 et perspectives 2025*. <http://www.mcinet.gov.ma/fr/content/maroc-pme-pr%C3%A9sentation-du-bilan-des-r%C3%A9alisations-2014-2018-et-perspectives-2025>
- Ministère de l’Industrie et du Commerce. (2023). *Documents et Services en ligne*. <http://www.mcinet.gov.ma/fr/content/documents-et-services-en-ligne>
- Ministère des Affaires Etrangères, de la Coopération Africaine et des Marocains Résidant à l’Etranger. (2023). *Réponse du ministre M. Nasser Bourita à une question orale posée dans la Chambre des Représentants*. Ministère des Affaires Etrangères, de la Coopération Africaine et des Marocains Résidant à l’Etranger. <http://diplomatie.ma/index.php/fr/m-nasser-bourita-prend-part-%C3%A0-la-chambre-des-repr%C3%A9sentants-%C3%A0-une-s%C3%A9ance-pl%C3%A9ni%C3%A8re-consacr%C3%A9e-aux-questions-orales>
- Ministère des Affaires Etrangères Espagnole. (2023). *Diplomatie économique*. <https://www.exteriores.gob.es/en/PoliticaExterior/Paginas/DiplomaciaEconomica.aspx>

- Ministère des affaires étrangères japonais. (2019). *Diplomatic Bluebook 2019*. Ministère des affaires étrangères japonaises. <https://www.mofa.go.jp/files/000527156.pdf>
- Ministère des affaires extérieures des EAU. (2023). *Diplomatie économique des Emirats-arabes-unis*. <https://www.mofa.gov.ae/ar-ae/The-Ministry/The-Foreign-Policy/Economic-Diplomacy>
- Mintzberg, H. (1982). *Structure et dynamique des organisations*. Editions d'Organisation.
- Mirc, N., Rouzies, A., & Teerikangas, S. (2017). Do Academics Actually Collaborate in the Study of Interdisciplinary Phenomena? A Look at Half a Century of Research on Mergers and Acquisitions. *European Management Review*, 14(3), 333-357.
- Mishra, A. V. (2007). International investment patterns: Evidence using a new dataset. *Research in International Business and Finance*, 21(2), 342-360.
- Mitchell, M. L., & Mulherin, J. H. (1996). The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity. *Journal of Financial Economics*, 41(2), 193-229.
- Mitchell, M., & Stafford, E. (2000). Managerial Decisions and Long-Term Stock Price Performance. *The Journal of Business*, 73(3), 287-329.
- Moeller, S. B., & Schlingemann, F. (2005). Global diversification and bidder gains: A comparison between cross-border and domestic acquisitions. *Journal of Banking & Finance*, 29(3), 533-564.
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M. (2004a). Firm size and the gains from acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 73(2), 201-228.
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M. (2004b). *Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-Firm Returns in the Recent Merger Wave* (Working Paper 10200). National Bureau of Economic Research.
- Mohamed, S. E., & Sidiropoulos, M. G. (2010). Another Look At The Determinants Of Foreign Direct Investment In Mena Countries : An Empirical Investigation. *Journal of Economic Development*, 35(2), 75-95.
- Mohammed Elkhaldi. (2020, novembre 16). La diplomatie marocaine face au jeu géoéconomique à somme nulle : Défis et alternatives. *مجلة مغرب القانون*. <https://www.maroclaw.com/mohammed-elkhaldi-la-diplomatie-marocaine-face-au-jeustrategique-a-somme-nulle-defis-et-alternatives/>
- Mohr, D. L., Wilson, W. J., & Freund, R. J. (2021). *Statistical Methods Ed. 4*. Elsevier Science.
- Moigne, J.-L. L. (1995). *Les épistémologies constructivistes* (4e édition). QUE SAIS JE.

- Mommsen, W. J. (1980). « Toward the Iron Cage of Future Serfdom »? On the Methodological Status of Max Weber's Ideal-Typical Concept of Bureaucratization. *Transactions of the Royal Historical Society*, 30, 157-181.
- Mondolo, J. (2019). How do informal institutions influence inward FDI? A systematic review. *Economia Politica*, 36(1), 167-204.
- Moons, S. J. V., & van Bergeijk, P. A. G. (2017). Does Economic Diplomacy Work? A Meta-analysis of Its Impact on Trade and Investment. *The World Economy*, 40(2), 336-368.
- Moosa, I. A. (2009). The determinants of foreign direct investment in MENA countries : An extreme bounds analysis. *Applied Economics Letters*, 16(15), 1559-1563.
- Moran, P. (2017). Information Revelation in Merger Waves. *The Review of Corporate Finance Studies*, 6(2), 174-233.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeovers. In *Corporate Takeovers : Causes and Consequences* (p. 101-136). University of Chicago Press.
- Morck, R., Yeung, B., & Zhao, M. (2008). Perspectives on China's Outward Foreign Direct Investment. *Journal of International Business Studies*, 39(3), 337-350.
- Mottaleb, K. A., & Kalirajan, K. (2010). Determinants of Foreign Direct Investment in Developing Countries : A Comparative Analysis. *Margin: The Journal of Applied Economic Research*, 4(4), 369-404.
- Mouden, M., & Azm, Z. (2018). الدبلوماسية الاقتصادية للمملكة المغربية اتجاه إفريقيا : الآليات والمنافسة. *مدارات سياسية*, 2(1), 283-237.
- Mouffok, N.-E. M. N.-E. (2014). Impact des annonces de fusions et acquisitions bancaires transfrontalières sur la richesse des actionnaires. *مجلة البحوث الاقتصادية والمالية*, 1(1), 1-24.
- Moujahid, M., & Khariss, M. (2021). Principaux déterminants des investissements directs étrangers au Maroc : Étude économétrique par le modèle VAR. *Revue Française d'Economie et de Gestion*, 2(4), Article 4.
- Moujahid, M., & Khariss, M. (2022). DETERMINANTS OF FOREIGN DIRECT INVESTMENT IN MOROCCO : AN EMPIRICAL STUDY. *MOROCCAN BUSINESS REVIEW RESEARCH*, 1(2), Article 2.
- MSCI. (2012). *MSCI Indices 2012 Performance Results*. Morgan Stanley Capital International.
- MSCI. (2023). *Market Classification*. <https://www.msci.com/our-solutions/indexes/market-classification>
- Mucchielli, A. (1995). La notion de paradigme. *Le Psychologue*, 11-14.

- Mucchielli, J.-L., & Kohler, P. (2000). Faut-il fusionner ? Déterminants et conséquences des fusions-acquisitions. *Revue française de gestion : hommes et techniques*, 131.
- Mueller, D. C. (1969). A Theory of Conglomerate Mergers. *The Quarterly Journal of Economics*, 83(4), 643-659. JSTOR.
- Mueller, D. C., & Sirower, M. L. (2003). The causes of mergers : Tests based on the gains to acquiring firms' shareholders and the size of premia. *Managerial and Decision Economics*, 24(5), 373-391.
- Mueller, D. C., & Yurtoglu, B. B. (2007a). Corporate Governance and the Returns to Acquiring Firms' Shareholders : An International Comparison. *Managerial and Decision Economics*, 28(8), 879-896.
- Mueller, D. C., & Yurtoglu, B. B. (2007b). Corporate Governance and the Returns to Acquiring Firms' Shareholders : An International Comparison. *Managerial and Decision Economics*, 28(8), 879-896.
- Mulherin, H. J., & Boone, A. L. (2000). Comparing acquisitions and divestitures. *Journal of Corporate Finance*, 6(2), 117-139.
- Musila, J. W., & Sigué, S. P. (2006). Accelerating foreign direct investment flow to Africa : From policy statements to successful strategies. *Managerial Finance*, 32(7), 577-593.
- Musteen, M., Francis, J., & Datta, D. K. (2010). The influence of international networks on internationalization speed and performance : A study of Czech SMEs. *Journal of World Business*, 45(3), 197-205.
- Musyoka, N., & Ocharo, D. K. N. (2018). REAL INTEREST RATE, INFLATION, EXCHANGE RATE, COMPETITIVENESS AND FOREIGN DIRECT INVESTMENT IN KENYA. *American Journal of Economics*, 3(1), Article 1.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Nadisah, Z., & Kamilah, K. (2018). The short-and-long run performance of mergers and acquisitions : Evidence from Tadawul. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 226.
- Nagasha, S., Bananuka, J., Musimenta, D., & Lulu, G. (2017, décembre 28). *The Impact of Merger and Acquisition on Firm Performance in East Africa*.
- Narula, R., & Dunning, J. H. (2010). Multinational Enterprises, Development and Globalization : Some Clarifications and a Research Agenda. *Oxford Development Studies*, 38, 263-287.

- Nations unies, & Union africaine. (2017). *Agenda 2063 : The Africa we want; first ten-year implementation plan, 2013-2023*.
- Naveed, A., & Shabbir, G. (2006). TRADE OPENNESS, FDI AND ECONOMIC GROWTH : A Panel Study. *Pakistan Economic and Social Review*, 44(1), 137-154.
- Nderitu, P. C., & Ndiritu, S. W. (2018). Effects of mergers on processed milk market in Kenya. *Journal of Agribusiness in Developing and Emerging Economies*, 8(3), 480-500.
- Nechad, A., Bahha, M., & Lebbar, A. (2023). Moroccan soft power in Sub-Saharan Africa : The role of economic diplomacy in strengthening Morocco's attractiveness. *IJBTSR International Journal of Business and Technology Studies and Research*, 5(1), Article 1.
- Nelson, P. (1970). Information and Consumer Behavior. *Journal of Political Economy*, 78(2), 311-329.
- Nelson, R. L. (1959). *Merger Movements in American Industry, 1895-1956* (Princeton, NJ). Princeton University Press.
- Nelson, R. R. (1959). The Simple Economics of Basic Scientific Research. *Journal of Political Economy*, 67(3), 297-306.
- Neto, P., Brandao, A., & Cerqueira, A. (2009). *The Macroeconomic Determinants of Cross Border Mergers and Acquisitions and Greenfield Investments* (GEE Paper 0017). Gabinete de Estratégia e Estudos, Ministério da Economia. <https://econpapers.repec.org/paper/mdewpaper/0017.htm>
- Netter, J., Stegemoller, M., & Wintoki, M. B. (2011). Implications of Data Screens on Merger and Acquisition Analysis : A Large Sample Study of Mergers and Acquisitions from 1992 to 2009. *The Review of Financial Studies*, 24(7), 2316-2357.
- Nguyen, A. T. N. (2019). A global analysis of factors impacting the intensive and extensive margins of bilateral foreign direct investment. *The World Economy*, 42(9), 2649-2667.
- Nguyen, A. T. N., & Cieřlik, A. (2021). Determinants of foreign direct investment from Europe to Asia. *The World Economy*, 44(6), 1842-1858.
- Nguyen, H. T., Yung, K., & Sun, Q. (2012). Motives for Mergers and Acquisitions : Ex-Post Market Evidence from the US. *Journal of Business Finance & Accounting*, 39(9-10), 1357-1375.
- Nguyen, N. H., Phan, H. V., & Simpson, T. (2020). Political corruption and mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 65, 101765.
- Nigh, D. (1985). The Effect of Political Events on United States Direct Foreign Investment : A Pooled Time-Series Cross-Sectional Analysis. *Journal of International Business Studies*, 16(1), 1-17.

- Nisbet, P., Thomas, W., & Barrett, S. (2003). UK direct investment in the United States : A mode of entry analysis. *International Journal of the Economics of Business*, 10(3), 245-259.
- Nitsch, V. (2007). State Visits and International Trade. *The World Economy*, 30(12), 1797-1816.
- North, D. C. (1990a). *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*. Cambridge University Press.
- North, D. C. (1990b). *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*. Cambridge University Press.
- North, D. C. (1991). Institutions. *The Journal of Economic Perspectives*, 5(1), 97-112.
- North, D. C. (1994). Economic Performance Through Time. *The American Economic Review*, 84(3), 359-368.
- North, D. C. (2005). *Understanding the Process of Economic Change* (Princeton University Press). Princeton University Press.
- Note circulaire 717, Tome 2, Code général des impôts (2011). https://www.tax.gov.ma/wps/wcm/connect/98453a9a-8b5d-4fd8-9830-5c73cd8fad21/note_circulaire_717_tome2.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-98453a9a-8b5d-4fd8-9830-5c73cd8fad21-1750MIS
- Note circulaire n° 718 relative aux dispositions fiscales de la loi de finances 2010, Pub. L. No. Note circulaire n° 718, CGI (2010).
- Note circulaire n° 721 de la loi de finances 115-12 pour l'année budgétaire 2013, CGI (2013).
- Note circulaire n° 727 relative à la loi de finances n 73-16 pour l'année budgétaire 2017, CGI (2017).
- Note circulaire n° 731 relative à la loi de finances n° 65-20 pour l'année budgétaire 2021, CGI (2021).
- Note circulaire n° 718 relative aux dispositions fiscales de la loi de finances n° 48-09 pour l'année budgétaire 2010, (2010).
- Note circulaire n°728 relative la loi de finances 68-17 de l'année budgétaire 2018, CGI (2018).
- Note circulaire N°731 de la loi de finances N° 65-20 pour l'année budgétaire 2021, Code général des impors (2021).
- Observatoire du monde arabo-musulman et du Sahel. (2018). Morocco's Regional Ambitions in Sub-Saharan Africa : Royal Diplomacy. Fondation pour la recherche stratégique.
- Ocp Policy Center, G. (2016). Relations Maroc-Afrique subsaharienne : Quel bilan pour les 15 dernières années ? Policy Center for the New South.

- <http://www.ocppc.ma/publications/relations-maroc-afrique-subsaharienne-quel-bilan-pour-les-15-derni%C3%A8res-ann%C3%A9es>
- Oehmichen, J., Firk, S., Wolff, M., & Haas, V. (2022). Board experience and value creation in cross-border acquisitions : The role of acquirer and target country institutions. *International Business Review*, 31(4), 101966.s (2011).
- Note circulaire n° 718 relative aux dispositions fiscales de la loi de finances 2010, Pub. L. No. Note circulaire n° 718, CGI (2010).
- Note circulaire n° 721 de la loi de finances 115-12 pour l'année budgétaire 2013, CGI (2013).
- Note circulaire n° 727 relative à la loi de finances n 73-16 pour l'année budgétaire 2017, CGI (2017).
- Note circulaire n° 731 relative à la loi de finances n° 65-20 pour l'année budgétaire 2021, CGI (2021).
- Note circulaire n° 718 relative aux dispositions fiscales de la loi de finances n° 48-09 pour l'année budgétaire 2010, (2010).
- Note circulaire n°728 relative la loi de finances 68-17 de l'année budgétaire 2018, CGI (2018).
- Note circulaire N°731 de la loi de finances N° 65-20 pour l'année budgétaire 2021, Code général des impors (2021).
- Observatoire du monde arabo-musulman et du Sahel. (2018). *Morocco's Regional Ambitions in Sub-Saharan Africa : Royal Diplomacy*. Fondation pour la recherche stratégique.
- Ocp Policy Center, G. (2016). *Relations Maroc-Afrique subsaharienne : Quel bilan pour les 15 dernières années ?* Policy Center for the New South. <http://www.ocppc.ma/publications/relations-maroc-afrique-subsaharienne-quel-bilan-pour-les-15-derni%C3%A8res-ann%C3%A9es>
- Oehmichen, J., Firk, S., Wolff, M., & Haas, V. (2022). Board experience and value creation in cross-border acquisitions : The role of acquirer and target country institutions. *International Business Review*, 31(4), 101966.
- Oehmichen, J., Firk, S., Wolff, M., & Haas, V. (2022). Board experience and value creation in cross-border acquisitions : The role of acquirer and target country institutions. *International Business Review*, 31(4), 101966.
- Instruction Générale des Opérations de Change 2022, (2022).
- Office des changes. (2023). *Séries statistiques | Office des Changes* [Xls; Numériques]. <https://www.oc.gov.ma/fr/etudes-et-statistiques/series-statistiques>
- Ogono, G. M., Obange, N., & Odhiambo, S. A. (2017). Determinants of Foreign Direct Investment Inflows in Kenya. *African Research Review*, 11(4), Article 4.

- Oguji, N., & Owusu, R. A. (2021). Market entry into Africa : Acquisitions and international joint ventures. Studies of foreign firms' market entry strategies, challenges, and performance in Africa. *Thunderbird International Business Review*, 63(1), 5-9.
- Ohlin, B. (1967). *Interregional and international trade* (Revised edition). Harvard University Press.
- Ohrn, E., & Seegert, N. (2019). The impact of investor-level taxation on mergers and acquisitions. *Journal of Public Economics*, 177, 104038.
- Okafor, G., Piesse, J., & Webster, A. (2017). FDI Determinants in Least Recipient Regions : The Case of Sub-Saharan Africa and MENA. *African Development Review*, 29(4), 589-600.
- Oloyede, B. M., Osabuohien, E. S., & Ejemeyovwi, J. O. (2021). Trade openness and economic growth in Africa's regional economic communities : Empirical evidence from ECOWAS and SADC. *Heliyon*, 7(5), e06996.
- ONHYM. (2018). *Moroccan Energy Outlook : Achievements and perspective*. https://www.unescwa.org/sites/default/files/event/materials/item_6._country_perspective_morocco.pdf
- Onyeiwu, S., & Shrestha, H. (2004). Determinants of Foreign Direct Investment in Africa. *Journal of Developing Societies*, 20(1-2), 89-106.
- OPEC. (2022). *2022 : 57th edition OPEC Annual Statistical Bulletin*. Organization of the Petroleum Exporting Countries. 2022 57th edition OPEC Annual Statistical Bulletin
- Opoku-Mensah, E., & Yin, Y. (2023). Controlling shareholders' influence on acquisition decisions and value creation : An empirical study from China. *International Journal of Finance & Economics*, 28(2), 1965-1980.
- Ordre des experts comptables. (2017, juin 20). *Les opérations de fusions. Aspects juridiques et fiscaux*.
- Otto, F., Sampaio, J. O., & Silva, V. A. B. (2021). Domestic and cross-border effect of acquisition announcements : A short-term study for developed and emerging countries. *Finance Research Letters*, 38(C).
- Ouasmi, L. (2011). Le français au Maroc : Usages et attitudes. *Les Cahiers de l'Orient*, 103(3), 23-27.
- Ourya, I., & Abderafi, S. (2023). Clean technology selection of hydrogen production on an industrial scale in Morocco. *Results in Engineering*, 17, 100815.
- Ourya, I., Nabil, N., Abderafi, S., Boutammachte, N., & Rachidi, S. (2023). Assessment of green hydrogen production in Morocco, using hybrid renewable sources (PV and wind). *International Journal of Hydrogen Energy*, 48(96), 37428-37442.

- Ouyang, A. Y., & Rajan, R. S. (2017). Impact of Terrorism on Cross-Border Mergers and Acquisitions (M&As): Prevalence, Frequency and Intensity. *Open Economies Review*, 28(1), 79-106.
- Pablo, E. (2009). Determinants of cross-border M&As in Latin America. *Journal of Business Research*, 62(9), 861-867.
- Pandey, V., Steigner, T., & Sutton, N. K. (2023). The value of economic freedom in cross-border mergers. *International Review of Economics & Finance*, 86, 540-563.
- Panigrahi, S. K., Zainuddin, Y., & Azizan, A. (2014). Comparing Traditional and Economic Performance Measures for Creating Shareholder's Value : A Perspective from Malaysia. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 4(4), 280-289.
- Parente, R., Kelley, K. J., Thams, Y., & Alvarado-Vargas, M. J. (2020). Cross-border mergers and acquisitions : Links between acquiring firm capabilities and resources and target country location. *Multinational Business Review*, 28(3), 355-379.
- Park, G., & Jung, H. J. (2020). South Korea's outward direct investment and its dyadic determinants : Foreign aid, bilateral treaty and economic diplomacy. *The World Economy*, 43(12), 3296-3313.
- Park, Y. S., Konge, L., & Artino, A. R. J. (2020). The Positivism Paradigm of Research. *Academic Medicine*, 95(5), 690-694.
- Pásztor, S. (2021). The role of diplomatic missions in fostering international trade : A literature review to be considered in the Visegrad Countries when dealing with Sub-Saharan Africa. *Journal of Central and Eastern European African Studies*, 1(1-2), Article 1-2.
- Patton, M. Q. (2014). *Qualitative Research & Evaluation Methods* (Fourth).
- Paudyal, K., Thapa, C., Koirala, S., & Aldhawyan, S. (2021). Economic policy uncertainty and cross-border mergers and acquisitions. *Journal of Financial Stability*, 56, 100926.
- Pejovich, S. (1999). The Effects of the Interaction of Formal and Informal Institutions on Social Stability and Economic Development. *Journal of Markets & Morality*, 2(2), Article 2.
- Pellinen, J., Järvenpää, M., & Teittinen, H. (2016). Performance measurement system in the situation of simultaneous vertical and horizontal integration. *International Journal of Operations & Production Management*, 36(10), 1182-1200.
- Pereiro, L. E. (2016). The Misvaluation Curse in Mergers and Acquisitions. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 27(2), 11-15.
- Perkins, D., & Salomon, G. (1999). *Transfer Of Learning*. 11.

- Peterson, P. P. (1989). Event Studies : A Review of Issues and Methodology. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 28(3), 36-66.
- Pew Research Center's. (2015, avril 2). Sub-Saharan Africa. *Pew Research Center's Religion & Public Life Project*. <https://www.pewresearch.org/religion/2015/04/02/sub-saharan-africa/>
- Piaget, J. (1967). *Logique et connaissance scientifique*. Gallimard.
- PNUD. (2023). *Stratégie Nationale de Lutte Contre la Corruption | Programme De Développement Des Nations Unies*. UNDP. <https://www.undp.org/fr/morocco/projects/strat%C3%A9gie-nationale-de-lutte-contre-la-corruption>
- Poelhekke, S., & van der Ploeg, F. (Rick). (2010). *Do Natural Resources Attract FDI? Evidence from non-stationary sector level data* [DNB Working Paper]. Netherlands Central Bank, Research Department. <https://econpapers.repec.org/paper/dnbdnbwpp/266.htm>
- Policarpo Garcia, C., & Furquim de Azevedo, P. (2019). Should competition authorities care about conglomerate mergers? *International Journal of Industrial Organization*, 66, 78-118.
- Pollins, B. M. (1989). Conflict, Cooperation, and Commerce : The Effect of International Political Interactions on Bilateral Trade Flows. *American Journal of Political Science*, 33(3), 737-761.
- Pop, D. (2006). M&A market in transition economies : Evidence from Romania. *Emerging Markets Review*, 7(3), 244-260.
- Porta, R. L., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2002). Investor Protection and Corporate Valuation. *The Journal of Finance*, 57(3), 1147-1170.
- Porta, R. L., Silanes, F. L. de, Shleifer, A., & Vishny, R. (2019, juillet 27). Legal origins. *VoxEU.org*. <https://voxeu.org/article/legal-origins>
- Powell, R. (1997). Modeling Takeover Likelihood. *Journal of Business Finance & Accounting*, 24, 1009-1030.
- Prasadh, R. S., & Thenmozhi, M. (2019). Does religion affect cross-border acquisitions? Tales from developed and emerging economies. *Finance Research Letters*, 31.
- Predator Oil & Gas Holdings. (2022). Morocco. *Predator Oil & Gas Plc*. <https://www.predatoroilandgas.com/operations/morocco/>
- PricewaterhouseCoopers. (2022). *Lithium battery and solar technology drive m&a deals to an all-time high; cross-border investments to see a rebound*. <https://www.pwccn.com/en/energy-utilities-mining/ma-deals-china-new-energy-apr2023.pdf>

- Puah, C.-H., Apoi, A., & Kueh, J. S.-H. (2008). Outward FDI of Malaysia : An Empirical Examination from Macroeconomic Perspective. *Economics Bulletin*, 6(28), 1-11.
- Qiao, L., Dong, W., & Lv, X. (2023). The heterogeneous impacts of M&As on renewable energy firms' innovation : Comparative analysis of China, the US and EU. *International Review of Economics & Finance*, 87, 306-323.
- Quer, D., Rienda, L., Andreu, R., & Miao, S. (2019). Host country experience, institutional distance and location choice of Chinese MNEs : The moderating effect of government official visits. *Cross Cultural & Strategic Management*, 26(1), 24-45.
- Rabbiosi, L., Elia, S., & Bertoni, F. (2012). Acquisitions by EMNCs in Developed Markets : An Organisational Learning Perspective. *MIR: Management International Review*, 52(2), 193-212.
- Ragazzi, G. (1973). Theories of the Determinants of Direct Foreign Investment (Théorie des facteurs qui déterminent l'investissement étranger direct) (Teorías de los determinantes de la inversión extranjera directa). *Staff Papers (International Monetary Fund)*, 20(2), 471-498.
- Rahahleh, N. A., & Wei, P. P. (2013). Frequent cross-border acquirers from emerging countries and cultural distance : Does the cultural difference of the initial deal matter? *Journal of Multinational Financial Management*, 23(4), 356-373.
- Rahman, M., & Lambkin, M. (2015). Creating or destroying value through mergers and acquisitions : A marketing perspective. *Industrial Marketing Management*, 46, 24-35.
- Ramiah, V., Xu, X., & Moosa, I. A. (2015). Neoclassical finance, behavioral finance and noise traders : A review and assessment of the literature. *International Review of Financial Analysis*, 41, 89-100.
- Rana, K. S. (2013). Economic diplomacy : What might best serve a developing country? *International Journal of Diplomacy and Economy*, 1(3-4), 232-247.
- Rana, K. S., & Chatterjee, B. (2018). *Economic Diplomacy: India's experience* (Cuts International). Cuts International.
- Rangan, S., & Drummond, A. (2004). Explaining outcomes in competition among foreign multinationals in a focal host market. *Strategic Management Journal*, 25(3), 285-293.
- Rathnayaka Mudiyansele, M. M., Epuran, G., & Tescaşiu, B. (2021). Causal Links between Trade Openness and Foreign Direct Investment in Romania. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(3), Article 3.
- Reddy, K., Qamar, M., & Yahanpath, N. (2019). Do mergers and acquisitions create value? The post-M&A performance of acquiring firms in China and India. *Studies in Economics and Finance*, 36(2), 240-264.

- Reddy, K. S. (2015a). Determinants of Cross-border Mergers and Acquisitions : A Comprehensive Review and Future Direction. *MPRA Paper*, Article 63969.
- Reddy, K. S. (2015b). The state of case study approach in mergers and acquisitions literature : A bibliometric analysis. *Future Business Journal*, 1(1), 13-34.
- Reddy, K. S., Nangia, V. K., & Agrawal, R. (2014). The 2007–2008 Global Financial Crisis, and Cross-border Mergers and Acquisitions : A 26-nation Exploratory Study. *Global Journal of Emerging Market Economies*, 6(3), 257-281.
- Reddy, R. K., & Fabian, F. (2020). Information Asymmetry and Host Country Institutions in Cross-Border Acquisitions. *Management International Review*, 60(6), 909-938.
- Reed, M. R., & Babool, M. A. I. (Éds.). (2003). Factors Affecting International Mergers and Acquisitions. *International Food and Agribusiness Management Review*.
- Refinitiv. (2019). *Middle East and North Africa investment banking analysis—Full year report 2018*. http://solutions.refinitiv.com/middleeast-IB2018?utm_source=zawya&utm_medium=websitearticle&utm_campaign=dealsintel2018 review
- Refinitiv. (2021a). *Emerging Markets M&A Review—Full-Year Report 2021*. https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&ved=2ahUKEwiBrcfJtLL3AhWY7rsIHXhWCFkQFnoECBgQAQ&url=https%3A%2F%2Fthesource.refinitiv.com%2FTheSource%2Fgetfile%2Fdownload%2Fa4d7fada-0946-45dd-a7d0-291b14838919&usg=AOvVaw3pVVfa1aDGEQE-ZdUav__s
- Refinitiv. (2021b). *Nombre et valeurs des F&A sur le marché marocain* [Logiciel]. Refinitiv UK Holdings Limited.
- Refinitiv. (2022a, janvier 12). *Dealmakers ring out 2021 as the year of M&A*. Refinitiv Perspectives. <https://www.refinitiv.com/perspectives/market-insights/dealmakers-ring-out-2021-as-the-year-of-ma/>
- Refinitiv. (2022b). *Mergers and Acquisitions (M&A) Data Deals* [jeu de données]. <https://www.lseg.com/en/data-analytics/financial-data/deals-data/mergers-and-acquisitions-deals-database>
- Reis, N. R., Carvalho, F. M. P. O., & Ferreira, J. V. (2019). Cross-border mergers and acquisitions : A bibliometric review and future research avenues. *International Journal of Bibliometrics in Business and Management*, 1(3), 189-213.
- Renneboog, L., Szilagyi, P. G., & Vansteenkiste, C. (2017). Creditor rights, claims enforcement, and bond performance in mergers and acquisitions. *Journal of International Business Studies*, 48(2), 174-194.

- Renneboog, L., & Vansteenkiste, C. (2019). Failure and success in mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 58, 650-699.
- Renze-Westendorf, M., Schiereck, D., & Zeidler, F. (2009). Cross-Border Acquisitions and Shareholder Wealth: Evidence from Spain. *Management Research: Journal of the Iberoamerican Academy of Management*, 7(2), 127-140.
- Reuters. (2012a). *Morocco royal holding's net surges 50 pct in 2011* | Reuters. <https://www.reuters.com/article/ozabs-morocco-royals-sni-20120401-idAFJJOE83000T20120401/>
- Reuters. (2012b, juin 27). Danone se renforce au Maroc pour 550 millions d'euros. *Reuters*. <https://www.reuters.comarticle/idUSPAE85Q0DJ/>
- Reuters. (2013a, avril 8). DEALTALK-Bidders for Vivendi unit court Morocco's government. *Reuters*. <https://jp.reuters.com/article/idUSL5N0CS3CQ/>
- Reuters. (2013b, avril 24). Vivendi gets two bids for Maroc Telecom stake. *Reuters*. <https://www.reuters.com/article/idUSBRE93N14T/>
- Reuters. (2013c, novembre 5). Vivendi to sell Maroc Tel stake to Etisalat for \$5.7 billion. *Reuters*. <https://www.reuters.com/article/us-vivendi-maroc-idUSBRE9A405I20131105>
- Reuters. (2020, janvier 22). Casablanca stock exchange to ease foreign access-CEO. *Reuters*. <https://www.reuters.com/article/morocco-equity-idUSL8N29R4QN>
- Reuters. (2021a). *Attijariwafa Bank SA Profile*. <https://www.reuters.comundefined>
- Reuters. (2021b, août 12). Global M&A volumes hit new record in 2021, overtaking last year's haul. *Reuters*. <https://www.reuters.com/business/global-markets-ma-2021-08-12/>
- Reuters. (2022, novembre 10). Breakingviews—Clean-energy deal seals fate for cross-border M&A. *Reuters*. <https://www.reuters.com/breakingviews/clean-energy-deal-seals-fate-cross-border-ma-2022-11-09/>
- Rhalib, M. M. L. (2014). *Entreprises en difficulté : Quels sont vos droits ?* La Croisée des Chemins.
- Rhalib, M. M. L. (2020a). *Droit des affaires pour managers : Volume 1 La justice des affaires, le droit des sociétés, les contrats commerciaux, le fonds de commerce*. La Croisée des Chemins.
- Rhalib, M. M. L. (2020b). *Droit des affaires pour managers : Volume 2 Les conventions relatives au travail, le droit de la concurrence, le droit de la consommation et la protection du consommateur, les effets de commerce*. La Croisée des Chemins.
- Rhodes-Kropf, M., Robinson, D., & Viswanathan, S. (2005). Valuation waves and merger activity: The empirical evidence. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 561-603.

- Rhodes-Kropf, M., & Viswanathan, S. (2004). Market Valuation Waves and Merger Waves. *Journal of Finance*, 59, 2685-2718.
- Riad, S., & Vaara, E. (2011). Varieties of National Metonymy in Media Accounts of International Mergers and Acquisitions. *Journal of Management Studies*, 48(4), 737-771.
- Rialp, A., Merigó, J. M., Cancino, C. A., & Urbano, D. (2019). Twenty-five years (1992–2016) of the *International Business Review*: A bibliometric overview. *International Business Review*, 28(6), 101587.
- Rivlin, P. (2012). Morocco's economy under Mohammed VI. In *Contemporary Morocco*. Routledge.
- Roberts, B. M., & Almahmood, A. (2009). Source Country Characteristics and the Inflow of Foreign Direct Investment into Saudi Arabia. *The World Economy*, 32(12), 1730-1746.
- Robins, N. (2012). The Corporation That Changed the World : How the East India Company Shaped the Modern Multinational. *Asian Affairs*, 43(1), 12-26.
- Robinson, H. J. (1961). *The motivation and flow of private foreign investment*.
- Roi du Maroc. (2013, août 30). *Message du souverain à la 1ère conférence des ambassadeurs de SM le Roi*. Maroc.ma. <https://www.maroc.ma/fr/discours-royaux/le-souverain-adresse-un-message-la-1ere-conference-des-ambassadeurs-de-sm-le-roi>
- Roll, R. (1986). The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. *The Journal of Business*, 59(2), 197-216.
- Ronen, S., & Shenkar, O. (2013). Mapping world cultures : Cluster formation, sources and implications. *Journal of International Business Studies*, 44(9), 867-897.
- Rose, A. K. (2007). The Foreign Service and Foreign Trade : Embassies as Export Promotion. *The World Economy*, 30(1), 22-38. <https://doi.org/10.1111/j.1467-9701.2007.00870.x>
- Ross, A. G. (2015). An empirical analysis of Chinese outward foreign direct investment in Africa. *Journal of Chinese Economic and Foreign Trade Studies*, 8(1), 4-19.
- Ross, A. G. (2019). Governance infrastructure and FDI flows in developing countries. *Transnational Corporations Review*, 11(2), 109-119. /19186444.2019.1640572
- Ross, S., Westerfield, R., Jeffrey, J., & Bradford, J. (2021). *Corporate Finance*.
- Rossi, S., & Volpin, P. F. (2004). Cross-country determinants of mergers and acquisitions— ScienceDirect. *Journal of Financial Economics*, 74(2), 277-304.
- Rousselet, L. (2014). *Evolutions in the relations between Morocco and the Gulf Cooperation Council (GCC) : A singular illustration of multilateralism in the Arab world*.
- Rozen-Bakher, Z. (2017). Impact of inward and outward FDI on employment : The role of strategic asset-seeking FDI. *Transnational Corporations Review*, 9(1), 16-30.

- Ruël, H. J. M., Lee, D., & Visser, R. (2013). Commercial Diplomacy and International Business : Inseparable Twins? *AIB Insights*, 13(1), 14-17.
- Rugman, A. (1981). *Inside the Multinationals : The Economics of Internal Markets*. Croom Helm.
- Rugman, A. (2006). *Inside the Multinationals 25th Anniversary Edition : The Economics of Internal Markets* (25th edition). Palgrave Macmillan.
- Rutherford, M. (1983). J. R. Commons's Institutional Economics. *Journal of Economic Issues*, 17(3), 721-744.
- Ryan, B. (2012). Shareholder Value : A Driver of Merger and Acquisition Activity. In D. Faulkner, S. Teerikangas, & R. J. Joseph (Éds.), *The Handbook of Mergers and Acquisitions* (p. 0). Oxford University Press.
- Saerens, B., Geerts, S., & Weemaes, M. (2021). Phosphorus recovery as struvite from digested sludge – experience from the full scale. *Journal of Environmental Management*, 280, 111743.
- Safi-Eddine, H. (2013). *Les fusions-acquisitions bancaires au Maroc et leurs conséquences juridiques et fiscales* [Phdthesis, Université Panthéon-Sorbonne - Paris I].
- Saha, S., Sadekin, Md. N., & Saha, S. K. (2022). Effects of institutional quality on foreign direct investment inflow in lower-middle income countries. *Heliyon*, 8(10), e10828.
- Sahin, K., & Mert, K. (2022). Institutional theory in international business studies : The period of 1990–2018. *International Journal of Organizational Analysis*, 31(5), 1957-1986.
- Salama, H. (2015). *The Effect of Pre- and Post-merger Factors on the Performance of Mergers in Libyan Government Banks—ProQuest*. ProQuest Dissertations Publishing.
- Salop, S. C., & Culley, D. P. (2014). Potential Competitive Effects of Vertical Mergers : A How-To Guide for Practitioners. *SSRN Electronic Journal*.
- Salter, M., & Weinhold, W. (1979). Diversification through Acquisition : Strategies for Creating Economic Value. *Free Press*.
<https://www.hbs.edu/faculty/Pages/item.aspx?num=36073>
- Sambe, B. (2019). Le Maroc au sud du Sahara : Une stratégie d'influence à l'épreuve des mutations géopolitiques. In A. Antil & M. Mokhefi (Éds.), *Le Maghreb et son sud : Vers des liens renouvelés* (p. 173-191). CNRS Éditions.
- Sansanwal, K., & Kamath, R. (2020). The Unspoken Conflict In Western Sahara. *World Affairs: The Journal of International Issues*, 24(2), 106-119.
- Sawitri, K. A., & Brennan, L. (2022). The investment development path literature : A review and research agenda. *Management Review Quarterly*.

- Sbai, H. (2017). LA PERFORMANCE OPÉRATIONNELLE A LONG TERME DES FUSIONS ET ACQUISITIONS : UN ETATS DE LIEUX. *Revue Economie, Gestion et Société*, 13, Article 13.
- Sbai, H. (2019). La performance boursière des opérations de fusions et acquisitions : Une revue de la littérature. *Question(s) de management*, 24(2), 37-48.
- Scherer, F. M. (1980). *Industrial Market Structure and Economic Performance*. Houghton Mifflin.
- Schipper, K., & Thompson, R. (1983). Evidence on the capitalized value of merger activity for acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, 11(1), 85-119.
- Schneider, F., & Frey, B. (1985). Economic and political determinants of foreign direct investment. *World Development*, 13(2), 161-175.
- Schnitzer, M. (1996). *Hostile versus Friendly Takeovers*.
- Schoenberg, R., & Thornton, D. (2006). The Impact of Bid Defences in Hostile Acquisitions. *European Management Journal*, 24(2-3), 142-150.
- Scholtens, B., & Wit, R. de. (2004). Announcement effects of bank mergers in Europe and the US. *Research in International Business and Finance*, 18(2), 217-228.
- Scott, W. (2008). Institutions and Organizations : Ideas and Interests. *Institutions and Organizations: Ideas and Interests*.
- Scott, W. R. (1995). Institutions and organizations. Ideas, interests and identities. *M@n@gement*, Vol. 17(2), 136-140.
- Sedki, Y. (2015). إستراتيجية العمل الدبلوماسية الاقتصادي المغربي توسع المجال وتعدّد الفاعلين. سياسات عربية, 71-55 ,(12)3.
- Segal, S., Guthrie, J., & Dumay, J. (2021). Stakeholder and merger and acquisition research : A structured literature review. *Accounting & Finance*, 61(2), 2935-2964.
- Sehgal, S., Banerjee, S., & Deisting, F. (2012). The Impact of M&A Announcement and Financing Strategy on Stock Returns : Evidence from BRICKS Markets. *International Journal of Economics and Finance*, 4(11), Article 11.
- Sels, A. (2019, décembre 15). *The effect of political affinity and regional footprint on the location of U.S. greenfield establishments*. European International Business Association, Date: 2019/12/13 - 2019/12/16, Location: Leeds.
- Servaes, H., & Zenner, M. (1996). The role of investment banks in acquisitions. *Review of Financial Studies*, 9(3), 787-815.

- Seth, A., Song, K. P., & Pettit, R. R. (2002). Value creation and destruction in cross-border acquisitions : An empirical analysis of foreign acquisitions of U.S. firms. *Strategic Management Journal*, 23(10), 921-940.
- Shah, P., & Arora, P. (2014). M&A Announcements and Their Effect on Return to Shareholders : An Event Study. *Accounting and Finance Research*, 3.
- Shams, S. M. M., Gunasekarage, A., & Colombage, S. R. N. (2013). Does the organisational form of the target influence market reaction to acquisition announcements? Australian evidence. *Pacific-Basin Finance Journal*, 24, 89-108.
- Sharpe, W. F. (1963). A Simplified Model for Portfolio Analysis. *Management Science*, 9(2), 277-293.
- Shaver, J. M. (2013). Do we really need more entry mode studies? *Journal of International Business Studies*, 44(1), 23-27.
- Shelton, L. M. (1988). Strategic business fits and corporate acquisition : Empirical evidence. *Strategic Management Journal*, 9(3), 279-287.
- Sherman, A. J. (2018). *Mergers and Acquisitions from A to Z Ed. 4*. Amacom.
- Shestalova, V., Criscuolo, C., Johnstone, N., & Menon, C. (2014). Renewable energy policies and cross-border investment : Evidence from M&A in solar and wind energy. *CPB Discussion Paper*, Article 288.
- Shetty, A., Manley, J., & Kyaw, N. (2019). The impact of exchange rate movements on mergers and acquisitions FDI. *Journal of Multinational Financial Management*, 52-53, 100594.
- Shimizu, K., Hitt, M. A., Vaidyanath, D., & Pisano, V. (2004). Theoretical foundations of cross-border mergers and acquisitions : A review of current research and recommendations for the future. *Journal of International Management*, 10(3), 307-353.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1988). Value Maximization and the Acquisition Process. *Journal of Economic Perspectives*, 2(1), 7-20.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (2003). Stock market driven acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 70(3), 295-311.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1989). Management entrenchment : The case of manager-specific investments. *Journal of Financial Economics*, 25(1), 123-139.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1991). The Takeover wave of the 1980s. *Journal of Applied Corporate Finance*, 4(3), 49-56.
- Shrikhande, M. M. (2002). A general equilibrium analysis of foreign direct investment and the real exchange rate. *International Journal of Finance & Economics*, 7(4), 309-325.

- Shughart, W. F., & Tollison, R. D. (1984). The Random Character of Merger Activity. *The RAND Journal of Economics*, 15(4), 500-509.
- Sidiguitiebe, C. (2016). *Les enjeux de la visite de Mohammed VI au Nigéria*. Telquel.ma. https://telquel.ma/2016/12/01/mohammed-vi-au-nigeria-les-enjeux-visite_1525838?fbrefresh=6
- Sidqi, Y. (2015). Morocco's Economic Diplomacy : An Expanding Field with Multiple Actors. *Siyasat Arabiya*, 12.
- Siew Peng, L., & Isa, M. (2012). Long-term share performance of Malaysian acquiring firms. *Managerial Finance*, 38(10), 958-976.
- Sindi, S. M., Bany-Ariffin, A. n., Razak, N. H. A., & Kamarudin, F. (2021). Bank mergers and acquisitions in emerging markets : Evidence from the Middle East and the North Africa region. *International Journal of Business and Globalisation*, 28(1-2), 97-116.
- Singh, A. (1972). *Take-Overs : Their Relevance to the Stock Market and the Theory of the Firm* (1st edition). Cambridge University Press.
- Singh, H., & Montgomery, C. A. (1987). Corporate Acquisition Strategies and Economic Performance. *Strategic Management Journal*, 8(4), 377-386.
- Skoryk, V. (2021). US economic diplomacy in Ukraine. *Topical Issues of Humanities, Technical and Natural Sciences*, 55-58.
- Smith, H. Z. (2022). The East India Company (1661–1698) : Territorial Acquisition and the 'Amsterdam of Liberty'. In H. Z. Smith (Éd.), *Religion and Governance in England's Emerging Colonial Empire, 1601–1698* (p. 207-248). Springer International Publishing.
- Smith, J. D. (2016). US political corruption and firm financial policies. *Journal of Financial Economics*, 121(2), 350-367.
- Société financière internationale, & CGEM. (2022, février 22). *Echange sur l'investissement privé* [Webinaire]. Pistes de croissance de l'investissement marocain direct à l'étranger, Casablanca, Maroc.
- Song, Y., Chen, B., Tao, R., Su, C.-W., & Peculea, A. D. (2020). Does bilateral political relations affect foreign direct investment? *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 33(1), 1485-1509.
- Soumaré, I., Gohou, G., & Kouadio, H. (2016). Comparative study of the characteristics of FDI from China to Africa versus developed countries. *Transnational Corporations Review*, 8(3), 165-177.
- Soussa, F., & Wheeler, T. (2006). Do announcements of bank acquisitions in emerging markets create value? *Bank of England Working Papers*, Article 315.

- S&P Global. (2023). *Emerging Middle East & Africa—Indices / S&P Dow Jones Indices*.
<https://www.spglobal.com/spdji/en/index-family/equity/emerging-equity/emerging-middle-east-africa/#overview>
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374.
- Spence, M. (1974). Competitive and optimal responses to signals : An analysis of efficiency and distribution. *Journal of Economic Theory*, 7(3), 296-332.
- Srivastava, S., Singh, S., & Dhir, S. (2020). Culture and International business research : A review and research agenda. *International Business Review*, 29(4), 101709.
- Stahl, G. K., & Voigt, A. (2004). IMPACT OF CULTURAL DIFFERENCES ON MERGER AND ACQUISITION PERFORMANCE : A CRITICAL RESEARCH REVIEW AND AN INTEGRATIVE MODEL. In *Advances in Mergers and Acquisitions* (Vol. 4, p. 51-82). Emerald Group Publishing Limited.
- Stal, E., & Cuervo-Cazurra, A. (2011). The Investment Development Path and FDI From Developing Countries : The Role of Pro-Market Reforms and Institutional Voids. *Latin American Business Review*, 12(3), 209-231.
- Stewart, G. B. (1991). *The Quest for Value : A Guide for Senior Managers* (44211th edition). HarperCollins Publishers.
- Stigler, G. (1951). The Division of Labor is Limited by the Extent of the Market. *Journal of Political Economy*, 59.
- Stigler, G. J. (1950). Monopoly and Oligopoly by Merger. *The American Economic Review*, 40(2), 23-34.
- Stiglitz, J. E. (2002). Information and the Change in the Paradigm in Economics. *The American Economic Review*, 92(3), 460-501.
- Stillman, R. (1983). Examining antitrust policy towards horizontal mergers. *Journal of Financial Economics*, 11(1), 225-240.
- Stock, J. H., & Watson, M. W. (2018). *Introduction to Econometrics* (PEARSON, INDIA).
- Stoian, C. (2013). Extending Dunning's Investment Development Path : The role of home country institutional determinants in explaining outward foreign direct investment. *International Business Review*, 22(3), 615-637.
- Stoian, C., & Filippaios, F. (2008). Dunning's eclectic paradigm : A holistic, yet context specific framework for analysing the determinants of outward FDI: Evidence from international Greek investments. *International Business Review*, 17(3), 349-367.
- Stone, R. W., Wang, Y., & Yu, S. (2022). Chinese Power and the State-Owned Enterprise. *International Organization*, 76(1), 229-250.

- Stucchi, T. (2012). Emerging market firms' acquisitions in advanced markets : Matching strategy with resource-, institution- and industry-based antecedents. *European Management Journal*, 30(3), 278-289.
- Sudarsanam, P. S. (2010). *Creating value from mergers and acquisitions : The challenges / Sudi Sudarsanam*. (2nd ed.). Financial Times Prentice Hall, Pearson.
- Sun, C., & Liu, Y. (2019). Can China's Diplomatic Partnership Strategy Benefit Outward Foreign Direct Investment? *China & World Economy*, 27(5), 108-134.
- Sun, D., & Zoubir, Y. H. (2015). China's Economic Diplomacy towards the Arab Countries : Challenges ahead? *Journal of Contemporary China*, 24(95), 903-921.
- Sun, Q., & Tong, W. H. S. (2003). China share issue privatization : The extent of its success. *Journal of Financial Economics*, 70(2), 183-222.
- Sun, S. L., Peng, M. W., Lee, R. P., & Tan, W. (2015). Institutional open access at home and outward internationalization. *Journal of World Business*, 50(1), 234-246.
- Swiss-african business circle. (2021). *Status Quo 2021 Swiss-African Business Relations*. Swss-african business circle. https://sabc.ch/wp-content/uploads/2017/12/SABC-Publication-2021_FINAL-digital-v2.pdf
- Taherdoost, H. (2022). *What are Different Research Approaches? Comprehensive Review of Qualitative, Quantitative, and Mixed Method Research, Their Applications, Types, and Limitations* (SSRN Scholarly Paper 4178694).
- Tanna, S., & Yousef, I. (2019). Mergers and acquisitions : Implications for acquirers' market risk. *Managerial Finance*, 45(4), 545-562.
- Tanna, S., Yousef, I., & Nnadi, M. (2020). Probability of mergers and acquisitions deal failure. *Journal of Financial Economic Policy*, 13(1), 1-30.
- Tao, F., Liu, X., Gao, L., & Xia, E. (2017). Do cross-border mergers and acquisitions increase short-term market performance? The case of Chinese firms. *International Business Review*, 26(1), 189-202.
- Tariq, M. U. (2015). HYPOTHETICO-DEDUCTIVE METHOD : A COMPARATIVE ANALYSIS. *Journal of Basic and Applied Research International*, 7, 2395-3446.
- Tatineni, M. S. R., & Balaji, D. C. (2020). Mergers, Acquisition and the Strategies Along With Case Studies of India. *PalArch's Journal of Archaeology of Egypt / Egyptology*, 17(9), Article 9.
- Teagarden, M. B., Von Glinow, M. A., & Mellahi, K. (2018). Contextualizing international business research : Enhancing rigor and relevance. *Journal of World Business*, 53(3), 303-306.

- Telquel. (2018). Les dessous de la transformation de Saham. *Telquel.ma*.
https://telquel.ma/2018/03/08/les-dessous-transformation-saham_1583212?fbrefresh=1
- Telquel. (2023). Nasser Bourita appelle à une offensive des acteurs économiques marocains à l'international. *Telquel.ma*. https://telquel.ma/instant-t/2023/05/30/nasser-bourita-appelle-a-une-offensive-des-acteurs-economiques-marocains-a-linternational_1814583/?fbrefresh=2
- Tenny, S., Brannan, J. M., & Brannan, G. D. (2023). Qualitative Study. In *StatPearls*. StatPearls Publishing.
- Tenzer, H., Terjesen, S., & Harzing, A.-W. (2017). Language in International Business : A Review and Agenda for Future Research. *Management International Review*, 57(6), 815-854.
- Teti, E., & Tului, S. (2020). Do mergers and acquisitions create shareholder value in the infrastructure and utility sectors? Analysis of market perceptions. *Utilities Policy*, 64, 101053.
- Tewari, M., Banerjee, P., & De, S. (2019). Valuation effects of cultural disparity on cross border mergers : The evidence from India. *International Journal of Finance & Banking Studies* (2147-4486), 8(4), Article 4.
- The Sveriges Riksbank Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel. (1993). *The Sveriges Riksbank Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel 1993*. NobelPrize.Org. <https://www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/1993/north/facts/>
- Thiétard, R. A. (1999). *Méthodes de recherche en management*. Dunod, Paris.
- Thietart, R.-A. (2014). *Méthodes de recherche en management Ed. 4*. Dunod, Paris.
- Thomas, A. B. (1988). Does leadership make a difference to organizational performance? *Administrative Science Quarterly*, 33(3), 388-400.
- Tian, L., & Li, X. (2023). Global expansion with takeovers and value creation with integration in China : A case study of Alibaba and Lazada. *Asia Pacific Business Review*, 29(2), 372-391.
- Timothy, K. (1994). What is value-based management? *McKinsey Quarterly*, 3(87).
- Tobin, J. (1969). A General Equilibrium Approach To Monetary Theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), 15-29.

- Tolentino, P. E. (2001). From a Theory to a Paradigm : Examining the Eclectic Paradigm as a Framework in International Economics. *International Journal of the Economics of Business*, 8(2), 191-209.
- Tolentino, P. E., & Dunning, J. (1993). *Technological Innovation and Third World Multinationals* (1st edition). Routledge.
- Tong, Y., Yao, Y., & Xiong, X. (2010). Performance evaluation of logistics enterprises based on Economic Value Added and Balanced Scorecard. *2010 International Conference on Logistics Systems and Intelligent Management (ICLSIM)*, 1, 329-333.
- Torres-Reyna, O. (2007). *Panel Data Analysis Fixed and Random Effects using Stata [DATA PRESENTATION]*.
- Tort, É. (2019). *L'essentiel des Fusions et Acquisitions Ed. 5*. Gualino.
- Town, R. J. (1992). Merger Waves and the Structure of Merger and Acquisition Time-Series. *Journal of Applied Econometrics*, 7, S83-S100.
- Trautwein, F. (1990). Merger motives and merger prescriptions. *Strategic Management Journal*, 11(4), 283-295.
- Tuman, J. P., & Shirali, M. (2017). The Political Economy of Chinese Foreign Direct Investment in Developing Areas. *Foreign Policy Analysis*, 13(1), 154-167.
- Tuncel, A., & Atan, A. (2013). How to clearly articulate results and construct tables and figures in a scientific paper? *Turkish journal of urology*, 39(Suppl 1), 16-19.
- Tunyi, A. A. (2021). Revisiting acquirer returns : Evidence from unanticipated deals. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101789.
- Tunyi, A. A., & Ntim, C. (2016). Location advantages, governance quality, stock market development and firm characteristics as antecedents of african mergers and acquisitions. *Journal of International Management*, 22(2), 147-167.
- Tunyi, A. A., Ntim, C. G., & Danbolt, J. (2019). Decoupling management inefficiency : Myopia, hyperopia and takeover likelihood. *International Review of Financial Analysis*, 62, 1-20.
- Turner, D. F. (1965). Conglomerate Mergers and Section 7 of the Clayton Act. *Harvard Law Review*, 78(7), 1313-1395.
- Uddin, M., & Boateng, A. (2011). Explaining the trends in the UK cross-border mergers & acquisitions : An analysis of macro-economic factors. *International Business Review*, 20(5), 547-556.
- UN Environment Program. (2017, octobre 25). *Our work in Africa*. UNEP - UN Environment Programme. <http://www.unep.org/regions/africa/our-work-africa>

- Union africaine. (2022). *The Africa Governance Report 2021. "Africa's Governance Futures for the Africa We Want."* Union africaine. <https://au.int/en/documents/20220328/africa-governance-report-2021-africas-governance-futures-africa-we-want>
- US department of State. (2020). Investment Climate Statements : Morocco. *United States Department of State*. <https://www.state.gov/reports/2020-investment-climate-statements/morocco/>
- US Department of State. (2023). Morocco. *Country Reports on Terrorism 2021: Morocco*. <https://www.state.gov/reports/country-reports-on-terrorism-2021/morocco/>
- Utesch-Xiong, F., & Kambhampati, U. S. (2022). Determinants of Chinese Foreign Direct Investment in Africa. *Journal of African Business*, 23(4), 833-850.
- Vaaland, T., Soneye, A., & Owusu, R. (2012). Local Content and Struggling Suppliers : A Network Analysis of Nigerian Oil and Gas Industry. *African Journal of Business Management*, 6, 5399-5413.
- Vairel, F. (2007). La transitologie, langage du pouvoir au Maroc. *Politix*, n° 80(4), 109-128.
- van Hoorn, A., & Maseland, R. (2016). How institutions matter for international business : Institutional distance effects vs institutional profile effects. *Journal of International Business Studies*, 47(3), 374-381.
- van Veenstra, M.-L., Yakop, M., & van Bergeijk, P. (2011). The geography of trade and the network effects of economic diplomacy in the south. In S. M. Murshed, P. Goulart, & L. Serino (Éds.), *South-south globalization: Challenges and opportunities for development* (p. 172-193). Routledge.
- Vasconcellos, G. M., & Kish, R. J. (1998). Cross-border mergers and acquisitions : The European-US experience. *Journal of Multinational Financial Management*, 8(4), 431-450.
- Veblen, T. (1899). *The Theory of the Leisure Class : An Economic Study of Institutions* | *Online Library of Liberty*. Macmillan.
- Vedie, H.-L. (2019). *Taux de Change Fixe / Taux de Change Flottant Le cas du Maroc*. OCP Policy Center.
- Venugopal, M., M, R. R., & G, B. P. S. (2018). Shareholder Value Creation : A Review of the Theoretical and Empirical Literature. *Asia-Pacific Journal of Management Research and Innovation*, 14(3-4), 74-80.
- Ver Hoef, J. M., & Boveng, P. L. (2007). Quasi-Poisson vs. negative binomial regression : How should we model overdispersed count data? *Ecology*, 88(11), 2766-2772.

- Vergne, C. (2014). Le modèle de croissance marocain : Opportunités et vulnérabilités. In *Le modèle de croissance marocain : Opportunités et vulnérabilités* (p. 1-31). Éditions AFD.
- Vermeren, P. (2011). La formation des élites marocaines, miroir de la mondialisation ? *Le Télémaque*, 39(1), 53-66.
- Vermeren, P. (2016). Chapitre XVIII. La IIIe République et Lyautey face au sultan du Maroc : L'islam sanctuarisé et instrumentalisé. In *La France en terre d'islam* (p. 277-294). Belin.
- Vernon, R. (1966). International Investment and International Trade in the Product Cycle*. *The Quarterly Journal of Economics*, 80(2), 190-207.
- Versailles, D. W. (2023). Constructivisme (versus Positivism). In M. Benzerafa-Alilat, D. Lamarque, & G. Orange (Éds.), *Encyclopédie du management public* (p. 171-173). Institut de la gestion publique et du développement économique.
- Vissa, S. K., & Thenmozhi, M. (2022). What determines mergers and acquisitions in BRICS countries : Liquidity, exchange rate or innovation? *Research in International Business and Finance*, 61, 101645.
- Walter, G. A. (1985). Culture collisions in mergers and acquisitions. In *Organizational culture* (p. 301-314). Sage Publications, Inc.
- Walters, B. A., Kroll, M. J., & Wright, P. (2007). CEO tenure, boards of directors, and acquisition performance. *Journal of Business Research*, 60(4), 331-338.
- Wang, X., Xiong, J., Ouyang, C., & Zhang, F. (2023). I Feel Your Pain : The Effect of Regulator as a Minority Shareholder on Merger and Acquisition Performance. *Abacus*, 59(1), 437-465.
- Wang, Y., & Stone, R. W. (2023). China visits : A dataset of Chinese leaders' foreign visits. *The Review of International Organizations*, 18(1), 201-225.
- Weber, M. (1930). *The Protestant ethic and the spirit of capitalism* (p. xi, 292). Scribner/Simon & Schuster.
- Weber, M. (1968). *Economy and society; an outline of interpretive sociology*. Bedminster Press.
- Weinberg, M. (2008). THE PRICE EFFECTS OF HORIZONTAL MERGERS. *Journal of Competition Law & Economics*, 4(2), 433-447.
- Weitzel, U., & Berns, S. (2006). Cross-border takeovers, corruption, and related aspects of governance. *Journal of International Business Studies*, 37(6), 786-806.

- Weitzel, U., & McCarthy, K. J. (2011). Theory and evidence on mergers and acquisitions by small and medium enterprises. *International Journal of Entrepreneurship and Innovation Management*, 14(2-3), 248-275.
- Welch, D. E., Welch, L. S., & Marschan-Piekkari, R. (2001). The Persistent Impact of Language on Global Operations. *Prometheus*, 19(3), 193-209.
- Westphal, J. D., & Zajac, E. J. (1995). Who Shall Govern? CEO/Board Power, Demographic Similarity, and New Director Selection. *Administrative Science Quarterly*, 40(1), 60-83.
- Wild, S. (2021). African languages to get more bespoke scientific terms. *Nature*, 596(7873), 469-470.
- Wilhelms, S. K. S., Stanley, M., & Dean, W. (1998). *Foreign Direct Investment and its determinants in Emerging economies*. African Economic Policy Paper, Washington, D.C.
- Wilkins, M. (1970). *The Emergence of Multinational Enterprise : American Business Abroad from the Colonial Era to 1914* (First Edition). Harvard University Press.
- Williamson, K. (2002). *Research Methods for Students, Academics and Professionals : Information Management and Systems* (2nd edition). Chandos Publishing.
- Wilson, K. M., & Vencatachellum, D. (2019). Stock market performance and cross-border mergers and acquisitions in South Africa : 1991 to 2014. *Studies in Economics and Finance*, 37(1), 28-49.
- Wilson, M. K., & Bala, A. (2019). Regional Integration and Cross-Border Mergers and Acquisitions in Africa. *Journal of Economic Integration*, 34, 109-132.
- Wilson, M. K., & Vencatachellum, D. (2019a). Stock market performance and cross-border mergers and acquisitions in South Africa : 1991 to 2014. *Studies in Economics and Finance*, 37(1), 28-49.
- Wilson, M. K., & Vencatachellum, D. J.-M. (2019b). Global Financial Markets, Natural Resources and Cross-Border Mergers and Acquisitions in Africa. *Journal of African Business*, 0(0), 1-21.
- Wilson, M., & Vencatachellum, D. (2016). Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions Targeting Africa : 1991-2011. In *Working Papers* (600; Working Papers). Economic Research Southern Africa. <https://ideas.repec.org/p/rza/wpaper/600.html>
- Wirth, H., Kubacki, K., & Napierała, K. (2013). Value creation of a mining company through international expansion. *Mineral Economics*, 25(2), 71-76.
- Woodward, J. (1965). *Industrial organization : Theory and practice*. Oxford University Press.

- Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data* (2^e éd.). MIT Press.
- World economic forum. (2017). There are not enough scientists in Africa. How can we turn this around? *World Economic Forum on Africa*. World Economic Forum on Africa, Davos.
- Worth, R. F. (2020, janvier 9). Mohammed bin Zayed's Dark Vision of the Middle East's Future. *The New York Times*. <https://www.nytimes.com/2020/01/09/magazine/united-arab-emirates-mohammed-bin-zayed.html>
- Wright, H. K., & Xiao, Y. (2020). African Cultural Studies : An Overview. *Critical Arts*, 34(4), 1-31. <https://doi.org/10.1080/02560046.2020.1758738>
- Wüst, A., & Nicolai, K. (2023). Cultural diplomacy and the reconfiguration of soft power : Evidence from Morocco. *Mediterranean Politics*, 28(4), 554-579.
- Xie, E., Reddy, K. S., & Liang, J. (2017). Country-specific determinants of cross-border mergers and acquisitions : A comprehensive review and future research directions. *Journal of World Business*, 52(2), 127-183.
- Xie, Y., Yi, H. S., & Zhang, Y. (2013). The Value of Big N Target Auditors in Corporate Takeovers. *AUDITING: A Journal of Practice & Theory*, 32(3), 141-169.
- Xu, K., Hitt, M. A., Brock, D., Pisano, V., & Huang, L. S. R. (2021). Country institutional environments and international strategy : A review and analysis of the research. *Journal of International Management*, 27(1), 100811.
- Yaghoubi, R., Yaghoubi, M., Locke, S., & Gibb, J. (2016). Mergers and acquisitions : A review. Part 1. *Studies in Economics and Finance*, 33(1), 147-188.
- Yakop, M., & van Bergeijk, P. A. G. (2011). Economic diplomacy, trade and developing countries. *Cambridge Journal of Regions, Economy and Society*, 4(2), 253-267.
- Yan, J. (2018). Do Merger Laws Deter Cross-Border Mergers and Acquisitions? *Australian Economic Papers*, 57(3), 376-393.
- Yang, B. (2007). Autocracy, Democracy, and FDI Inflows to the Developing Countries. *International Economic Journal*, 21(3), 419-439.
- Yang, M., & Deng, P. (2017). Cross-Border M&As by Chinese Companies in Advanced Countries : Antecedents and Implications. *Thunderbird International Business Review*, 59(3), 263-280.
- Yang, M., & Hyland, M. (2012). Similarity in Cross-border Mergers and Acquisitions : Imitation, Uncertainty and Experience among Chinese Firms, 1985–2006. *Journal of International Management*, 18(4), 352-365.

- Yang, M. M., Li, T., & Wang, Y. (2020). What explains the degree of internationalization of early-stage entrepreneurial firms? A multilevel study on the joint effects of entrepreneurial self-efficacy, opportunity-motivated entrepreneurship, and home-country institutions. *Journal of World Business*, 55(6), 101114.
- Yang, N., Zhang, Y., Yu, L., Wang, J., & Liu, X. (2022). Cross-border mergers and acquisitions, regional cultural diversity and acquirers' corporate social responsibility : Evidence from China listed companies. *International Review of Economics & Finance*, 79, 565-578.
- Yaprak, A., Yosun, T., & Cetindamar, D. (2018). The influence of firm-specific and country-specific advantages in the internationalization of emerging market firms : Evidence from Turkey. *International Business Review*, 27(1), 198-207.
- Ye, S., Zhou, J., Jiang, Y., & Liu, X. (2023). Managers as the bridge : How cultural friction influences the integration of cross-border mergers and acquisitions. *International Business Review*, 32(4), 102138.
- Yeboua, K. (2019). Foreign direct investment, financial development and economic growth in Africa : Evidence from threshold modeling. *Transnational Corporations Review*, 11(3), 179-189.
- Yeboua, K. (2021). Foreign Direct Investment and Economic Growth in Africa : New Empirical Approach on the Role of Institutional Development. *Journal of African Business*, 22(3), 361-378.
- Yen, T.-Y., & André, P. (2019). Market reaction to the effect of corporate social responsibility on mergers and acquisitions : Evidence on emerging markets. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 71, 114-131.
- Yim, S. (2013). The acquisitiveness of youth : CEO age and acquisition behavior. *Journal of Financial Economics*, 108(1), 250-273.
- Yin, M., & Tian, R. (2023). Cross-border mergers and acquisitions : A double-edged sword for Chinese firms' innovation performance. *Cogent Social Sciences*, 9(2), 2272320.
- Yoon, H. (David), Peillex, J., & Buckley, P. J. (2021). Friends or Foes? Bilateral Relationships and Ownership Choice in Cross-border Acquisitions by Emerging Market Firms. *British Journal of Management*, 32(3), 852-871.
- You, C. (2022). Shared auditors, information asymmetry degree, and mergers and acquisitions value creation. *Frontiers in Psychology*, 13.
- Young, C. (1997). *The African Colonial State in Comparative Perspective* (American First edition). Yale University Press.

- Yuan, C., Jiang, H., & Chen, C. (2023). Differences in returns to cross-border and domestic mergers and acquisitions : Empirical evidence from China using PSM-DID. *Finance Research Letters*, 55, 103961.
- Zaheer, S. (1995). Overcoming the Liability of Foreignness. *The Academy of Management Journal*, 38(2), 341-363.
- Zajac, E. J., & Westphal, J. D. (1996). Who Shall Succeed? How CEO/Board Preferences and Power Affect the Choice of New CEOs. *The Academy of Management Journal*, 39(1), 64-90.
- Zámborský, P., Yan, Z. J., Sbaï, E., & Larsen, M. (2021). Cross-Border M&A Motives and Home Country Institutions : Role of Regulatory Quality and Dynamics in the Asia-Pacific Region. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(10), Article 10.
- Zhang, F., Xiao, Q., Law, R., & Lee, S. (2020). Mergers and acquisitions in the hotel industry : A comprehensive review. *International Journal of Hospitality Management*, 91, 102418.
- Zhang, J. H., Zhou, C., & Ebbers, H. (2011). Completion of Chinese overseas acquisitions : Institutional perspectives and evidence. *International Business Review*, 20(2), 226-238.
- Zhang, J., Jiang, J., & Zhou, C. (2014). Diplomacy and investment – the case of China. *International Journal of Emerging Markets*, 9(2), 216-235.
- Zhang, W., & Mauck, N. (2018). Government-affiliation, bilateral political relations and cross-border mergers : Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 51, 220-250.
- Zhang, Z., Lyles, M. A., & Wu, C. (2020). The stock market performance of exploration-oriented and exploitation-oriented cross-border mergers and acquisitions : Evidence from emerging market enterprises. *International Business Review*, 29(4).
- Zhou, B., Dutta, S., & Zhu, P. (2020). CEO tenure and mergers and acquisitions. *Finance Research Letters*, 34, 101277.
- Zhou, J., & Lan, W. (2018). Investor protection and cross-border acquisitions by Chinese listed firms : The moderating role of institutional shareholders. *International Review of Economics & Finance*, 56, 438-450.
- Zhu, H., Zhu, Q., & Ding, Z. (2020). The Roles of Chinese CEOs in Managing Individualistic Cultures in Cross-border Mergers and Acquisitions. *Journal of Management Studies*, 57(3), 664-697.
- Zollo, M., & Meier, D. (2008). What Is M&A Performance? *The Academy of Management Perspectives*, 22(3), 55-77.

Zouiri, H., & Bakkacha, B. (2019). La coopération Maroc-africaine : Quelques réponses face aux nouvelles contraintes économiques, sociales et environnementales. *Geopolitics and Geostrategic Intelligence*, 2(2), Article 2.

ANNEXES

Annexe 1 Détail des variables manipulées pour chaque thème de recherche

Thème	Variabiles	Proxy ⁷⁸	Mesure	Source
Partie 1 : Analyse des déterminants de l'activité des F&A	Variable à expliquer			
	Volume de F&A	<i>Vol_fa</i>	Nombre annuel de F&As effectuées par des entreprises dont au moins une d'entre elles opère au Maroc.	Refinitiv et Zephyr ⁷⁹
	Variabiles explicatives			
	Taux de croissance économique	<i>Croiss_eco</i> <i>Croiss_eco1</i>	Croissance annuelle du Produit intérieur brut.	Banque Mondiale ⁸⁰
	Taux de change	<i>Taux_change</i> <i>Taux_change1</i>	Taux de change annuel de monnaie du pays par rapport au dollar.	Banque Mondiale
	Ouverture commerciale	<i>Ouver_comm</i> <i>Ouver_comm1</i>	Total des exportations et des importations de biens et de services mesuré en pourcentage du produit intérieur brut.	Banque Mondiale
	Disponibilité des ressources naturelles	<i>Ress_nat</i> <i>Ress_nat1</i>	L'ensemble des rentes pétrolières, minérales, gaz naturel, de charbon et rentes forestières	Banque Mondiale
	Rapprochement politique sur le Sahara	<i>Sahara</i>	La mesure du conflit du Sahara est une variable fictive qui vaut un si le pays reconnaît la marocanité du Sahara ou partage le plan d'autonomie marocain et zero sinon.	www.worldstatesmen.org/Western_Sahara.html et www.arso.org/03-2.htm .
	Nombre d'ambassade et de consulats	<i>Nbr_emb.cslt</i>	Nombre total d'ambassade et de consulats opérationnels chaque année entre le Maroc et les autres pays étrangers.	Ministère Des Affaires Etrangères De La Coopération Africaine Et Des Marocains Résidant À L'étranger ⁸¹ Portail de l'Etat marocain ⁸²
	Visites	<i>Visites</i>	Nombre de visites des représentants de l'Etat. Ces visites comprennent les visites officielles, les visites d'Etat et les visites de travail entre le Maroc et les autres pays étrangers.	Portail de l'Etat marocain Agence marocaine de presse ⁸³
Formes de gouvernement	<i>Gov_form</i>	La mesure des formes de gouvernement est une variable fictive qui vaut un si la forme	CIA world factbook ⁸⁴	

⁷⁸ Les proxy suivis de 1 sont relatif au Maroc pays d'origine soit-il ou cible

⁷⁹ Base de données de Refinitiv : <https://www.refinitiv.com/fr/investment-banking/mergers-and-acquisitions-services>. Base de données Zephyr : <https://www.bvdinfo.com/en-us/our-products/data/greenfield-investment-and-ma/zephyr>

⁸⁰ <https://data.worldbank.org/>

⁸¹ www.diplomatie.ma/en/directory

⁸² <https://www.maroc.ma>

⁸³ Site du maghreb arabe presse <https://www.map.ma/>

⁸⁴ Base de données de la CIA : <https://www.cia.gov/the-world-factbook/field/government-type/>

			de gouvernement est une monarchie et zero sinon.	
	Qualité de ⁸⁵ gouvernance	<i>Qult_gov</i> <i>Qult_gov1</i>	Analyses des 6 indicateurs de gouvernance de Kaufmann, Kraay, & Massimo (2010) via l'Analyse en composante principale. Les six indicateurs comprennent l'État de droit, l'Efficacité du gouvernement, la qualité de réglementation, le contrôle de corruption, la voix et responsabilisation et finalement la stabilité politique).	Banque Mondiale
	Distance culturelle	<i>Dist_cult</i>	La distance culturelle est calculée à partir de l'indice de Kogut-Singh ⁸⁶ .	Hofstede ⁸⁷
	Distance religieuse	<i>Dist_relig</i>	Une variable muette qui prend un si les deux pays partagent une religion commune et zéro sinon.	CIA world factbook ⁸⁸
	Distance linguistique	<i>Dist_ling</i>	Une variable muette qui prend un si les deux pays partagent une langue commune et zéro sinon.	CIA world factbook ⁸⁹
	Colonialisme	<i>Colonial</i>	Une variable muette prend la valeur un si le pays de l'acquéreur et le pays de la cible partagent un lien colonial, sinon zero.	(Ferro, 1997)
Partie 2 : Mesure de la création de valeur par les F&As au Maroc	Variable à expliquer			
	Rendements anormaux moyens cumulés	<i>RAMCs</i>	Cours boursiers journaliers relatifs à l'acquéreur et à la cible localisés au Maroc.	Bloomberg ⁹⁰ et Investing.com ⁹¹ et site de la BVC.
	Variables explicatives			
	Taille de la cible	<i>T_cible</i>	Une variable muette qui prend un si l'entreprise est une PME et zéro sinon.	Classification retenue par l'OCDE ⁹²
	Expérience de l'acquéreur	<i>Exp_acq</i>	Nombre des F&As transfrontalières réalisées par l'entreprise acquéreuse	Refinitiv et Zephyr
Durée de mandat du PDG	<i>Mand_PDG</i>	Durée de mandat du PDG ou du président du directoire en nombre d'années et mois	Site web des acquéreurs, rapports annuel d'activité et le site Marketscreener ⁹³	

⁸⁵ Plus l'indice est élevé, plus le pays dispose d'une bonne qualité de gouvernance.

⁸⁶ Cet indice mesure la distance culturelle entre le pays de l'acquéreur et celui de la cible en se basant sur quatre dimensions culturelles de Hofstede

⁸⁷ Les Quatre dimensions sont : la distance par rapport au pouvoir, l'individualisme contre le collectivisme, la masculinité contre la féminité, et l'évitement de l'incertitude (Plus l'indice est loin de 0, plus la distance culturelle entre les pays est importante). La Base de données de Hofstede est récupérable sur <https://www.hofstede-insights.com/fr/product/compare-countries/>

⁸⁸ Base de données de la CIA : <https://www.cia.gov/the-world-factbook/field/religions/>

⁸⁹ Base de données de la CIA : <https://www.cia.gov/the-world-factbook/field/languages/>

⁹⁰ Base de données de Bloomberg : <https://www.bloomberg.com/professional/product/market-data/>

⁹¹ Bases de données d'investing relative aux actions d'entreprises <https://www.investing.com/equities/morocco> et <https://www.investing.com/indices/masi>

⁹² Site web de l'OCDE : <https://data.oecd.org/fr/entrepreneur/entreprises-selon-leur-taille.htm#:~:text=Les%20petites%20et%20moyennes%20entreprises,emploi%20au%20moins%2025%20sa%20lari%C3%A9s.>

⁹³ <https://www.marketscreener.com/>

Secteur partagé	<i>Sec_part</i>	Une variable muette qui prend un si l'entreprise acquéreuse et l'entreprise cible opèrent dans un secteur commun.	Refinitiv et Zephyr
Protection des investisseurs	<i>Prot_inv</i>	Notation de la protection des investisseurs minoritaires.	Doing business de la Banque mondiale ⁹⁴

⁹⁴ <https://www.doingbusiness.org/content/dam/doingBusiness/excel/Historical-data---complete-data-with-scores.xlsx>

Annexe 2 Matrice de corrélation des variables explicatives des F&A sortantes

	PD	PE	PED	Croiss_éco	Croiss_éco1	Taux_change	Taux_change1	Ouver_comm	Ouver_comm1	Ress_nat	Ress_nat	Sahara	Nbr_emb.cslt	Visits	Gov_form	Qult_gov	Qult_gov1	Dist_cult	Dist_relig	Dist_ling	Colonial	VIF
Partie 1																						
PD	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,57
PE	-0,28	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,15
PED	-0,57	-0,62	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,37
Croiss_éco	-0,24	-0,09	0,27	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,19
Croiss_éco1	0,00	0,00	0,00	0,32	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,32
Taux_change	-0,22	-0,23	0,37	0,10	-0,02	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,02
Taux_change1	0,00	0,00	0,00	-0,16	-0,37	0,07	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,70
Ouver_comm	0,36	-0,05	-0,26	-0,01	0,03	-0,01	-0,04	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,01
Ouver_comm1	0,00	0,00	0,00	0,18	0,09	-0,02	-0,49	0,05	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,88
Ress_nat	-0,41	0,24	0,13	0,18	0,06	0,02	-0,21	-0,04	0,13	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,08
Ress_nat1	0,00	0,00	0,00	0,10	0,22	-0,03	-0,53	0,03	0,64	0,12	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,91
Partie 2																						
PD	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,97
PE	-0,28	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,16
PED	-0,57	-0,62	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,44
Croiss_éco	-0,24	-0,09	0,27	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,19
Croiss_éco1	0,00	0,00	0,00	0,32	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,30
Taux_change	-0,22	-0,23	0,37	0,10	-0,02	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,10
Taux_change1	0,00	0,00	0,00	-0,16	-0,37	0,07	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,22
Sahara	0,05	-0,11	0,06	-0,08	0,00	0,20	0,06	-	-	-	-	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,08
Nbr_emb.cslt	0,60	-0,21	-0,32	-0,21	0,00	-0,15	0,00	-	-	-	-	0,09	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	1,46
Visites	0,29	-0,03	-0,21	-0,08	0,09	-0,05	0,13	-	-	-	-	0,06	0,50	1,00	-	-	-	-	-	-	-	1,41
Gov_form	0,44	-0,04	-0,32	-0,11	-0,01	-0,12	0,03	-	-	-	-	0,09	0,19	0,11	1,00	-	-	-	-	-	-	1,06
Partie 3																						
PD	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,47
PE	-0,28	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,16
PED	-0,57	-0,62	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,50
Croiss_éco	-0,24	-0,09	0,27	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,27
Croiss_éco1	0,00	0,00	0,00	0,32	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,37
Taux_change	-0,22	-0,23	0,37	0,10	-0,02	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,15
Taux_change1	0,00	0,00	0,00	-0,16	-0,37	0,07	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,46
Qult_gov	0,80	0,11	-0,75	-0,22	0,00	-0,33	0,01	-	-	-	-	-	-	-	-	1,00	-	-	-	-	-	1,88
Qult_gov1	0,00	0,00	0,00	-0,22	-0,13	0,07	0,71	-	-	-	-	-	-	-	-	0,01	1,00	-	-	-	-	2,25
Dist_cult	0,42	0,06	-0,39	-0,10	0,00	-0,14	0,00	-	-	-	-	-	-	-	-	0,47	0,00	1,00	-	-	-	1,72
Dist_relig	0,43	0,04	-0,38	-0,14	0,00	-0,22	0,00	-	-	-	-	-	-	-	-	0,45	0,00	0,42	1,00	-	-	1,84
Dist_ling	0,28	0,21	-0,40	-0,10	0,00	-0,20	0,00	-	-	-	-	-	-	-	-	0,40	0,00	0,53	0,62	1,00	-	1,93
Colonial	0,49	-0,14	-0,28	-0,16	0,00	-0,11	0,00	-	-	-	-	-	-	-	-	0,37	0,00	-0,09	0,21	0,03	1,00	1,35

Annexe 3 Matrice de corrélation des variables explicatives des F&A entrantes

	PD	PE	PED	Croiss_éco	Croiss_éco 1	Taux_change	Taux_change1	Ouver_comm	Ouver_comm1	Ress_nat	Ress_nat1	Sahara	Nbr_emb.cslt	Visits	Gov_form	Qult_gov	Qult_gov1	Dist_cult	Dist_relig	Dist_ling	Colonial	VIF
<i>Partie 1</i>																						
PD	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,63
PE	-0,88	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,68
PED	-0,30	-0,19	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,09
Croiss_éco	-0,26	0,24	0,07	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,37
Croiss_éco 1	0,00	0,00	0,00	0,33	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,39
Taux_change	-0,22	-0,14	0,72	0,12	-0,01	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,03
Taux_change1	0,00	0,00	0,00	-0,07	-0,37	0,04	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,73
Ouver_comm	0,14	-0,11	-0,07	0,14	0,01	-0,04	-0,01	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,03
Ouver_comm1	0,00	0,00	0,00	0,16	0,09	0,00	-0,49	0,03	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,92
Ress_nat	-0,57	0,57	0,04	0,31	0,06	0,13	-0,17	-0,02	0,10	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,17
Ress_nat1	0,00	0,00	0,00	0,05	0,22	-0,01	-0,53	0,02	0,64	0,10	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,92
<i>Partie 2</i>																						
PD	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,35
PE	-0,88	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,34
PED	-0,30	-0,19	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,12
Croiss_éco	-0,26	0,24	0,07	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,21
Croiss_éco 1	0,00	0,00	0,00	0,33	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,33
Taux_change	-0,22	-0,14	0,72	0,12	-0,01	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,05
Taux_change1	0,00	0,00	0,00	-0,07	-0,37	0,04	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,20
Sahara	0,06	-0,12	0,12	0,10	0,01	0,09	0,00	-	-	-	-	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,04
Nbr_emb.cslt	0,39	-0,36	-0,09	-0,20	0,00	-0,09	0,00	-	-	-	-	-0,06	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	1,21
Visits	-0,03	0,05	-0,05	0,05	0,11	-0,02	0,10	-	-	-	-	0,05	0,34	1,00	-	-	-	-	-	-	-	1,23
Gov_form	0,02	0,06	-0,17	0,01	0,00	-0,12	0,00	-	-	-	-	0,14	0,10	0,19	1,00	-	-	-	-	-	-	1,08
<i>Partie 3</i>																						
PD	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5,99
PE	-0,88	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,98
PED	-0,30	-0,19	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,25
Croiss_éco	-0,26	0,24	0,07	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,35
Croiss_éco 1	0,00	0,00	0,00	0,33	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,43
Taux_change	-0,22	-0,14	0,72	0,12	-0,01	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,25
Taux_change1	0,00	0,00	0,00	-0,07	-0,37	0,04	1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,57
Qult_gov	0,85	-0,63	-0,49	-0,19	0,01	-0,40	-0,02	-	-	-	-	-	-	-	-	1,00	-	-	-	-	-	2,74
Qult_gov1	0,00	0,00	0,00	-0,17	-0,13	0,04	0,71	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,02	1,00	-	-	-	-	2,29
Dist_cult	0,52	-0,42	-0,23	-0,12	0,00	-0,16	0,00	-	-	-	-	-	-	-	-	0,65	0,00	1,00	-	-	-	2,16
Dist_relig	0,72	-0,67	-0,13	-0,26	0,00	-0,27	0,00	-	-	-	-	-	-	-	-	0,62	0,00	0,42	1,00	-	-	2,12
Dist_ling	0,38	-0,22	-0,34	-0,11	-0,01	-0,24	0,00	-	-	-	-	-	-	-	-	0,39	0,01	0,44	0,53	1,00	-	1,57
Colonial	0,27	-0,24	-0,08	-0,16	0,00	-0,06	0,00	-	-	-	-	-	-	-	-	0,09	0,00	-0,18	0,19	0,02	1,00	1,18

Annexe 4 Modèles relatifs à l'analyse des déterminants des F&Ats sortantes du Maroc

Variables	M1 M2 M3 M4 M5 M6 M7 M8 M9 M10 M11 M12 M13 M14 M15 M16 M17 M18 M19 M20 M21 M22 M23 M24																							
	Variable dépendante																							
Nb_F&As	x	X	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	X	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Variables de contrôle																								
Acq_pd	-	X	-	-	-	x	-	-	-	x	-	-	-	x	-	-	-	x	-	-	-	x	-	-
Acq_pe	-	-	x	-	-	-	x	-	-	-	x	-	-	-	x	-	-	-	x	-	-	-	x	-
Acq_ped*	-	-	-	x	-	-	-	x	-	-	-	x	-	-	-	x	-	-	-	x	-	-	-	x
Variables indépendantes																								
Croiss_éco	x	X	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	X	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Croiss_éco1	x	X	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	X	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Taux_change	x	X	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	X	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Taux_change1	x	X	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	X	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Ouver_comm	x	X	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	X	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Ouver_comm1	x	X	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	X	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Ress_nat	x	X	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	X	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Ress_nat1	x	X	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	X	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Sahara	x	X	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	X	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Nbr_emb.cslt	x	X	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	X	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Visits	x	X	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	X	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Gov_form	x	X	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	X	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Qult_gov	x	X	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	X	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Qult_gov1	x	X	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	X	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Dist_cult	x	X	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	X	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Dist_relig	x	X	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	X	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Dist_ling	x	X	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	X	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Colonial	x	X	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	X	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x

Annexe 5 Résultats du test de surdispersion et ceux du test d'Hausman des F&Ats sortantes du Maroc

Tests	M1 M2 M3 M4 M5 M6 M7 M8 M9 M10 M11 M12 M13 M14 M15 M16 M17 M18 M19 M20 M21 M22 M23 M24																							
	Test du rapport de vraisemblance du paramètre alpha																							
Alpha	1.042*	1.029*	0.983*	1.035*	0.796*	0.773*	0.752*	0.799*	0.690*	0.591*	0.662	0.572	0.501	0.447	0.482	0.421	0.817*	0.791*	0.793*	0.740*	0.623*	0.613*	0.602*	0.572*
Test d'Hausman																								
Coef.	0,58	0,43	0,35	0,2	1,2	0,59	0,11	2,95	7.72	6.22	6.14	7.89	47.75	30.35	38.87	20.68	10,58	8,26	9,59	8,04	0,89	0,54	0,49	0,11
Modèle choisi	NB2 à effets aléatoires	NB2 à effets aléatoires	NB2 à effets aléatoires	NB2 à effets aléatoires	NB2 à effets aléatoires	NB2 à effets aléatoires	NB2 à effets aléatoires	NB2 à effets aléatoires	NB2 à effets aléatoires	NB2 à effets aléatoires	NB2 à effets aléatoires	NB2 à effets aléatoires	NB2 à effets aléatoires	Poisson à effets aléatoires	NB2 à effets aléatoires									
* fait référence au niveau de significativité 5%.																								

Annexe 6 Modèles relatifs à l'analyse des déterminants des F&As entrantes du Maroc

Variables																								
	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	M9	M10	M11	M12	M13	M14	M15	M16	M17	M18	M19	M20	M21	M22	M23	M24
Variable dépendante																								
<i>Nb_F&As</i>	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Variables de contrôle																								
<i>Acq_pd</i>	-	x	-	-	-	x	-	-	-	x	-	-	-	x	-	-	-	x	-	-	-	x	-	-
<i>Acq_pe</i>	-	-	x	-	-	-	x	-	-	-	x	-	-	-	x	-	-	-	x	-	-	-	x	-
<i>Acq_ped*</i>	-	-	-	x	-	-	-	x	-	-	-	x	-	-	-	x	-	-	-	x	-	-	-	x
Variables indépendantes																								
<i>Croiss_éco</i>	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
<i>Croiss_éco1</i>	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
<i>Taux_change</i>	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
<i>Taux_change1</i>	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
<i>Ouver_comm</i>	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
<i>Ouver_comm1</i>	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
<i>Ress_nat</i>	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
<i>Ress_nat1</i>	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
<i>Sahara</i>	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
<i>Nbr_emb.cslt</i>	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
<i>Visits</i>	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
<i>Gov_form</i>	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
<i>Qult_gov</i>	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
<i>Qult_gov1</i>	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
<i>Dist_cult</i>	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
<i>Dist_relig</i>	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
<i>Dist_ling</i>	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
<i>Colonial</i>	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x

Annexe 7 Résultats du test de surdispersion et ceux du test d'Hausman des F&As entrantes au Maroc

	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	M9	M10	M11	M12	M13	M14	M15	M16	M17	M18	M19	M20	M21	M22	M23	M24
Test du rapport de vraisemblance du paramètre alpha																								
Alpha	1.987*	1.626*	1.786*	1.878*	1.740*	1.420*	1.496*	1.663*	0.480*	0.478*	0.490*	0.454*	0,287	0.288	0.292	0.273	0.659*	0.659*	0.654*	0.644*	0.550*	0.549*	0.543*	0.532*
Test d'Hausman																								
Coef.	2,00	4,77	3,95	1,04	1,46	1,29	1,11	1,08	8,52	6,14	6,94	6,53	6,23	5,65	5,77	6,49	6,63	5,96	5,88	4,02	1,56	2,22	1,86	1,01
Modèle choisi	NB2 à effets aléatoires	Poisson à effets aléatoires	NB2 à effets aléatoires																					
* fait référence au niveau de significativité 5%.																								

Annexe 8 Matrice de corrélation des variables explicatives des déterminants de la création de valeur dans les F&Ats sortantes

	<i>pd cible</i>	<i>pecible</i>	<i>pvcible</i>	<i>T_cible</i>	<i>Exp_acq</i>	<i>Mand_PD G</i>	<i>Sec_part</i>	<i>Prot_inv</i>	<i>Vif</i>
<i>pd cible</i>	1,000	-	-	-	-	-	-	-	6,93
<i>pecible</i>	-0,114	1,000	-	-	-	-	-	-	7,62
<i>pvcible</i>	-0,789	-0,400	1,000	-	-	-	-	-	3,07
<i>T_cible</i>	0,035	0,201	-0,130	1,000	-	-	-	-	1,15
<i>Exp_acq</i>	-0,204	0,118	0,069	0,179	1,000	-	-	-	1,15
<i>Mand_PD G</i>	0,274	0,164	-0,276	-0,093	-0,204	1,000	-	-	1,22
<i>Sec_part</i>	-0,364	0,129	0,244	-0,086	0,174	-0,124	1,000	-	1,28
<i>Prot_inv</i>	-0,104	0,003	0,067	-0,176	0,005	-0,125	0,291	1,00	1,14

Annexe 9 Matrice de corrélation des variables explicatives des déterminants de la création de valeur dans les F&Ats bancaires sortantes

	<i>pecible</i>	<i>pvcible</i>	<i>T_cible</i>	<i>Exp_acq</i>	<i>Mand_PD G</i>	<i>Sec_part</i>	<i>Prot_inv</i>	<i>Vif</i>
<i>pecible</i>	1.0000							1
<i>pvcible</i>	-0.6794	1.0000						1.8
<i>T_cible</i>	0.1667	-0.1132	1.0000					1.57
<i>Exp_acq</i>	0.2582	-0.1754	-0.2582	1.0000				1.28
<i>Mand_PD G</i>	0.1824	-0.3978	0.2880	0.1859	1.0000			1.89
<i>Sec_part</i>	0.4060	-0.2024	-0.2128	-0.1801	-0.4496	1.0000		1.71
<i>Prot_inv</i>	-0.2106	0.2641	0.4005	-0.0237	0.0901	-0.2254	1.0000	1.4

Annexe 10 Matrice de corrélation des variables explicatives des déterminants de la création de valeur dans les cibles marocaines

	<i>Acq_pd</i>	<i>Acq_pem</i>	<i>T_cible</i>	<i>Exp_acq</i>	<i>Mandat_PDG</i>	<i>Sec_part</i>	<i>Prot_inv</i>	<i>Vif</i>
<i>Acq_pd</i>	1.0000	-	-	-	-	-	-	4.34
<i>Acq_pem</i>	-0.7698	1.0000		-	-	-	-	4.08
<i>T_cible</i>	0.0905	0.3136	1.0000	-	-	-	-	3.68
<i>Exp_acq</i>	0.5923	-0.4014	0.1819	1.0000	-	-	-	6.17
<i>Mandat_PDG</i>	0.4372	-0.1471	0.5393	0.7915	1.0000	-	-	9.25
<i>Sec_part</i>	-0.2887	0.3750	0.5488	-0.3345	0.1148	1.0000	-	3.73
<i>Prot_inv</i>	0.0415	0.1228	0.4277	0.2153	0.6149	0.5874	1.0000	3.67

Annexe 11 Modèles relatifs à l'analyse des déterminants de la création de valeur pour les acquéreurs marocains

F&Ats sortantes du Maroc					F&Ats entrantes au Maroc							
Variables	Total des acquisitions				Acquisitions bancaires				Variables	Total des acquisitions		
	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8		M1	M2	M3
<i>Variable dépendante</i>												
<i>RAMCS [-5, +5]</i>	x	x	x	x	x	x	x	x	<i>RAMCS [-5, +5]</i>	X	X	X
<i>Variables de contrôle</i>												
<i>Cib_pd</i>	-	x	-	-	-	x	-	-	<i>Acq_pd</i>	-	X	
<i>Cib_pe</i>	-	-	x	-	-	-	x	-	<i>Acq_pe</i>	-		X
<i>Cib_ped</i>	-	-	-	x	-	-	-	x				
<i>Variables indépendantes</i>												
<i>T_cible</i>	x	x	x	x	x	x	x	x	<i>T_cible</i>	x	x	x
<i>Exp_acq</i>	x	x	x	x	x	x	x	x	<i>Exp_acq</i>	x	x	x
<i>Mand_PDG</i>	x	x	x	x	x	x	x	x	<i>Mand_PDG</i>	x	x	x
<i>Sec_part</i>	x	x	x	x	x	x	x	x	<i>Sec_part</i>	x	x	x
<i>Prot_inv</i>	x	x	x	x	x	x	x	x	<i>Prot_inv</i>	x	x	x

Annexe 12 Description du premier sous-échantillon F&A par an pour l'Afrique subsaharienne et la région MENA

	Afrique subsaharienne ⁹⁵																	MENA ⁹⁶											Total					
	Afrique de l'ouest										Afrique australe				Afrique de l'est			Afrique centrale				Afrique du nord			Moyen orient									
	Benin	Burkina-faso	Cap-vert	Guinée	Cote d'ivoire	Mali	Mauritanie	Niger	Nigeria	Sénégal	Togo	Afrique du sud	Maurice	Angola	Madagascar	Kenya	Rwanda	Cameroun	Gabon	RDC	Tchad	Egypte	Tunisie	EAU	Israël	Liban	KSA	Bahreïn	Qatar	S	E			
2005	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
2006	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
2007	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
2008	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
2009	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
2010	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
2011	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
2012	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
2013	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
2014	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
2015	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
2016	2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
2017	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
2018	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
2019	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
2020	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
2021	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
Σ	4	0	3	0	1	0	1	1	11	0	2	0	2	0	1	0	2	0	7	0	1	0	1	5	3	1	1	0	1	0	3	0	1	0
Σ	36										12				4			13				8			17					90				
% Σ	14,01%										4,67%				1,56%			5,08%				3,13%			6,64%					35,15%				
Σ S	35										6				4			12				4			3					64				
%ΣS	13,67%										2,34%				1,56%			4,69%				1,56%			1,17%					25%				
% ΣS	40,23										6,9				4,60			13,8				4,6			3,44					73,57				
Σ E	1										6				0			1				4			14					26				
%E Σ	0,39%										2,34%				-			0,39%				1,56%			5,47%					10,15%				
% ΣE	0,59%										3,55%				0%			0,59%				2,36%			8,28%					15,37%				
Σ/R	65										25				90%			25		90%														
%	22,56%										9,77%				35,16%			9,77%		35,16%														

⁹⁵ Classement retenu par la banque africaine de développement voir <https://www.afdb.org/en/countries>

⁹⁶ Classement retenu par la banque mondiale

Annexe 13 Description du premier sous-échantillon F&Ats par an pour l'Europe, l'Asie, l'Amérique et l'Australie

	Europe ⁹⁷														Amérique					Asie					Océanie		Total																									
	Europe du sud				Europe du nord					Europe de l'ouest					Amérique du nord			Amérique du sud		Asie					S	E	S	E																								
	Espagne	Italie	Malte	Portugal	UK	Finlande	Iceland	Danemark	Suède	France	Belgique	Allemagne	Luxembourg	Suisse	Etats-Unis	Canada	Mexique	Brésil	Equateur	Inde	Japon	Malaisie	Singapour	Turquie																												
S	E	S	E	S	E	S	E	S	E	S	E	S	E	S	E	S	E	S	E	S	E	S	E	S	E	S	E	S	E																							
2005	1	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2	6															
2006	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	4																
2007	1	2	-	-	-	-	-	-	1	-	1	-	-	-	-	3	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3	2	11																	
2008	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	2																	
2009	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	7																	
2010	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2																	
2011	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	-	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	4																		
2012	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3	-	-	-	-	-	6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	9																	
2013	-	1	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	-	-	-	3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	1	6																	
2014	-	1	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	-	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	1	4																		
2015	-	1	-	-	-	-	-	-	-	3	-	-	1	-	-	4	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	13																	
2016	-	1	-	-	-	-	-	-	-	2	-	-	-	-	-	3	-	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	10																		
2017	-	2	-	-	-	-	-	-	-	2	-	-	-	-	-	3	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2	12																		
2018	1	2	-	-	-	-	-	-	-	2	-	-	-	-	-	2	-	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2	9																		
2019	-	4	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	-	-	-	5	3	-	-	-	3	-	1	-	-	-	-	-	-	-	2	-	-	5	18																	
2020	-	2	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	-	-	-	1	4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	9																		
2021	1	-	-	1	-	1	-	1	-	1	2	-	1	-	1	-	-	-	-	2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2	17																		
Σ	5	16	1	1	0	1	0	2	1	20	0	3	0	1	0	1	0	3	11	45	2	2	0	8	1	2	0	6	0	12	0	7	0	1	1	0	1	0	0	1	0	1	0	2	0	3	0	1	0	4	23	143
Σ	26				29					77					20			2		8					4		166																									
%	10,15%				11,32%					30,07%					7,81%			0,78%		3,12%					1,56%		64,84%																									
ΣS	6				1					14					0			2		0					0		23																									
%S Σ	2,34%				0,39%					5,47%					0%			0,78%		-					-		8,98%																									
%S Σ	6,89				1,15%					16,09%					0			2,29%		0					0		26,42																									
ΣE	20				28					63					20			0		8					4		143																									
%E Σ	7,81%				10,94%					24,61%					7,81%			-		3,12%					1,56%		55,86%																									
%ΣE	11,83%				16,57%					37,28%					11,83%			0		4,73%					2,36%		84,6%																									
Σ	132														22					8					4		166																									
%	51,36%														8,56%					3,12%					1,56%		64,84%																									

⁹⁷ Classement retenu par l'Organisation des nations-unis

LISTE DES ILLUSTRATIONS

Tableaux

Tableau 1 Caractéristiques des principales vagues des F&As	47
Tableau 2 Théories explicatives des vagues de F&As	48
Tableau 3 Différentes variables retenues dans les études sur les déterminants des F&Ats.	67
Tableau 4 Top 10 des F&Ads sur le marché marocain, Refinitiv et Zephyr 2022	91
Tableau 5 Top 10 des F&Ats sortantes du Maroc, Refinitiv et Zephyr 2022	94
Tableau 6 Top 10 des F&Ats entrantes au Maroc, Refinitiv.	97
Tableau 7 Méthodes d'évaluation et parité d'échange des F&Ads, AMMC 2022.....	106
Tableau 8 Statistiques descriptives concernant le Maroc.....	228
Tableau 9 Statistiques descriptives des F&At sortantes du Maroc par région cible	239
Tableau 10 Statistiques descriptives des F&Ats entrantes au Maroc par région d'acquéreur	254
Tableau 11 Synthèse des secteurs d'activité par région dans l'analyse des déterminants de localisation	262
Tableau 12 Résultats des déterminants de localisation des F&Ats sortantes du Maroc	266
Tableau 13 Résultats des déterminants de localisation des F&Ats entrantes au Maroc	269
Tableau 14 Analyse descriptive des déterminants de création de valeur dans les F&Ats sortantes (Analyse de la création de valeur auprès des acquéreurs marocains)	296
Tableau 15 Analyse descriptive des déterminants de création de valeur dans les F&Ats bancaires sortantes.....	298
Tableau 16 Analyse descriptive des déterminants de création de valeur dans les F&Ats entrantes	301
Tableau 17 Description des secteurs d'activité et de la répartition géographique relative au deuxième sous-échantillon relative à l'analyse de création de valeur.....	302
Tableau 18 RAMCs des acquéreurs marocains dans les F&Ats sortantes.....	306
Tableau 19 . T-statistique pour les RAMs et les RAMCs des acquéreurs marocains (Modèle de marché).....	307
Tableau 20 RAMCs des cibles marocaines dans les F&Ats entrantes.....	309
Tableau 21 T-statistique pour les RAMs et les RAMCs des cibles marocaines	310
Tableau 22 Résultats des déterminants de création de valeur du sous échantillon global	313

Tableau 23 Résultats des déterminants de création de valeur des acquéreurs bancaires marocains	314
Tableau 24 Résultats des déterminants de création de valeur dans les entreprises cibles marocaines.....	316
Tableau 25 Synthèse de la première question de recherche	344
Tableau 26 Synthèse de la deuxième question de recherche.....	345

Graphiques

Graphique 1 Valeurs mondiales de l'activité des F&As entre 2003 et 2023 en billions USD, Refinitiv et LSEG business, 2023	42
Graphique 2 Publications sur les F&As, Microsoft academic research, 2021	55
Graphique 3 Activité mondiale des F&As, Refinitiv, 2022.....	59
Graphique 4 Nombre de publications scientifiques incluant les déterminants de localisation dans les recherches sur les F&As, Clarivate Analytics 2023.....	61
Graphique 5 Nombre de citations et de publications sur la création de valeurs entre 2005 et Juillet 2023, Clarivate analytics et Webofscience, 2023.....	69
Graphique 6 Activités des F&As au Maroc, Refinitiv, Zephyr et JAL, 2023.....	91
Graphique 7 Activité des F&As sortantes du Maroc, Zephyr et Refinitiv, 2022.....	93
Graphique 8 Activité des F&As entrantes au Maroc, Zephyr et Refinitiv, 2022.....	96
Graphique 9 Evolution des RAMs et des RAMCs dans le modèle de marché auprès des actionnaires d'entreprises acquéreuses marocaines	308
Graphique 10 Evolution des RAMs et des RAMCs dans le modèle de marché auprès des actionnaires d'entreprises cibles marocaines	311

Annexes

Annexe 1 Détail des variables manipulées pour chaque thème de recherche	432
Annexe 2 Matrice de corrélation des variables explicatives des F&A sortantes	435
Annexe 3 Matrice de corrélation des variables explicatives des F&A entrantes	436
Annexe 4 Modèles relatifs à l'analyse des déterminants des F&As sortantes du Maroc.....	437
Annexe 5 Résultats du test de surdispersion et ceux du test d'Hausman des F&As sortantes du Maroc	437
Annexe 6 Modèles relatifs à l'analyse des déterminants des F&As entrantes du Maroc	438

Annexe 7 Résultats du test de surdispersion et ceux du test d’Hausman des F&Ats entrantes au Maroc	438
Annexe 8 Matrice de corrélation des variables explicatives des déterminants de la création de valeur	439
Annexe 9 Matrice de corrélation des variables explicatives des déterminants de la création de valeur	439
Annexe 10 Matrice de corrélation des variables explicatives des déterminants de la création de valeur dans les cibles marocaines.....	440
Annexe 11 Modèles relatifs à l’analyse des déterminants de la création de valeur pour les acquéreurs marocains	440
<i>Annexe 12 Description du premier sous-échantillon F&Ats par an pour l’Afrique subsaharienne et la région MENA</i>	<i>441</i>
Annexe 13 Description du premier sous-échantillon F&Ats par an pour l’Europe, l’Asie, l’Amérique et l’Australie	442
Annexe 14 Description des secteurs d’activités des acquéreurs et cibles dans la région d’Afrique subsaharienne et MENA relative au premier sous-échantillon	443
Annexe 15 Description des secteurs d’activités des acquéreurs et cibles dans la région d’Europe, Amérique et Australie relative au premier sous-échantillon.....	444

Figures

Figure 1 Différents choix de croissance externe selon Capron et Mitchell (2012).....	40
Figure 2 Les revues les plus influençantes sur les F&As entre 1961 et 2021, Microsoft academic research, 2021.....	56
Figure 3 Principales motivations d’internationalisation des entreprises selon le paradigme OLI	66
Figure 4 Les différentes fenêtres d’analyse dans les études d’événements dans les marchés efficients dans le cadre de l’influence de l’annonce de la F&A sur les rendements des actions	74
Figure 5 Modèle conceptuel de recherche.....	188
Figure 6 Conception de la connaissance et paradigmes épistémologiques (Thietart, 2014)..	192
Figure 7 Filtrage de l’échantillon global pour la première question de recherche.....	200
Figure 8 Schéma du choix du modèle de régression de comptages	208
Figure 9 Scénarios du modèle de régression de comptages en données de panel.....	210

Figure 10 Filtrage de l'échantillon global pour la deuxième question de recherche 213

LISTE DES ABRÉVIATIONS ET DES ACRONYMES

F&As :	Fusions-Acquisitions
F&Ats :	Fusions-Acquisitions transfrontalières
IDE :	Investissements directs à l'étranger
OLI :	Ownership, Location, Internalization
TDI :	Trajectoire de développement des investissements
ASS :	Afrique sub-saharienne
Loi 17-95 :	Loi sur les sociétés anonymes
SA :	Société anonyme
JAL :	Journaux d'annonces légales
BO :	Bulletins officiels
DGI :	Direction générale des impôts
OC :	Office des changes
CCG :	Conseil de coopération du golf
CAC :	Commissaire aux comptes
Loi 104-12 :	Loi relative à la liberté des prix et de la concurrence
RAs :	Rendements anormaux
RACs :	Rendements anormaux cumulés
RAMCs :	Rendements anormaux moyens cumulés
AMMC :	Autorité marocaine des marchés des capitaux
PDG :	Président Directeur Général
BVC :	Bourse de valeurs de Casablanca
Loi 43-12 :	Loi relative à l'autorité marocaine des marchés de capitaux
AWB :	Attijari Wafa Bank
BCP :	Banque Centrale Populaire
SNI :	Société nationale d'investissement, nouvellement AL-Mada

Table de matières

REMERCIEMENTS	3
RESUMÉ	4
ABSTRACT	5
SOMMAIRE	6
NORMES EDITORIALES	8
INTRODUCTION GÉNÉRALE	9
1. LE CHOIX DU CONTEXTE DE RECHERCHE	15
1.2 Contexte africain.....	15
1.2 Contexte marocain.....	17
2. PROBLEMATIQUE ET QUESTIONS DE RECHERCHE	19
3. METHODOLOGIE ET DONNEES	21
4. INTERETS ET APPORTS DE LA THESE	26
4.1 Intérêts théoriques.....	26
4.2 Intérêts méthodologiques.....	27
4.3 Apports scientifiques.....	30
4.4 Apports managériaux et d'investissement	31
4.4.1 Contributions managériales.....	32
4.5 Apports gouvernementaux et réglementaires.....	32
4.5.1 Recommandations économiques et commerciales	33
4.5.1 Recommandations institutionnelles	33
4.5.2 Recommandations politiques et diplomatiques	33
4.5.2 Recommandations pour la politique énergétique	34
4.5.2 Recommandations culturelles	34
5. STRUCTURE DE LA THESE	34
PARTIE 1 : CADRE THÉORIQUE ET CONCEPTUEL DE LA RECHERCHE	36
INTRODUCTION A LA PREMIERE PARTIE	37
Chapitre 1. Aspects stratégiques organisationnels et financiers des F&As	38
<i>Introduction au premier chapitre</i>	38
<i>Section 1. Généralités sur les F&As</i>	39
1. Définition et motivations des F&As	39
1.1. Définition des F&As	39
1.2. Les motivations des F&As.....	42
2. Histoire des F&As.....	44
2.1. Vagues des F&As	45
2.2. Causes des vagues des F&As	47
3. Typologie des F&As.....	48
3.1. Classification axée sur l'intégration.....	49
3.1.1. Les F&As horizontales	49
3.1.2. Les F&As verticales.....	49
3.1.3. Les F&As conglomérales.....	50
3.1.4. Les F&As concentriques	50
3.2. Classification axée sur le lien de participation.....	50
3.2.1. Les F&As ascendantes	51
3.2.2. Les F&As descendantes	51
3.2.3. Les F&As croisées	51
3.3. Classification axée sur le caractère du mode d'acquisition	52
3.3.1. Les F&As hostiles.....	52

3.3.2.	Les F&As amicales	52
3.4.	Classification axée sur les ressources	52
3.5.	Classification axée sur l'échelle géographique	53
4.	Analyse bibliométrique sur les F&As	54
<i>Section 2. Déterminants de localisation des F&As transfrontalières</i>		<i>58</i>
1.	L'activité des F&As dans le monde	58
2.	La recherche sur les déterminants de localisation des F&As	60
3.	Classification des déterminants de localisation	62
3.1.	Les déterminants selon l'approche d'équilibre	62
3.1.1.	L'équilibre partiel	62
3.1.2.	L'équilibre général	63
3.2.	Les déterminants selon les modèles théoriques du commerce	63
<i>Section 3. Déterminants de création de valeur dans les F&As</i>		<i>68</i>
1.	La recherche sur la création de valeur dans les F&As	68
2.	Le concept de valeur dans les opérations de F&As	70
3.	Mesures de création de valeur	70
3.1.	Création de valeur à partir des mesures comptables	71
3.2.	Création de richesse à partir des données boursières	71
3.2.1.	Théorie du signal	72
3.2.2.	Théorie d'efficience de marché sur le marché boursier	73
3.2.2.1.	La forme faible d'efficience de marché	73
3.2.2.2.	La forme semi forte d'efficience de marché	73
3.2.2.3.	La forme forte d'efficience de marché	73
3.2.3.	Etude des rentabilités anormales sur le court terme	74
.....	74
4.	Déterminants de création de valeur	75
4.1.	Facteurs propres à l'entreprise	75
4.1.1.	La taille de l'entreprise	76
4.1.2.	Mandat des dirigeants	77
4.1.3.	Expérience d'acquisition	77
4.1.4.	Secteur d'activité partagé	78
4.2.	Facteurs propres à la transaction	79
4.2.1.	Taille de la transaction	80
4.2.2.	Moyen de paiement	80
4.2.3.	Les banques d'investissements	81
4.2.4.	Les auditeurs	82
4.3.	Facteurs propres au pays	82
4.3.1.	Protection des investisseurs	83
4.3.2.	Distance culturelle	83
4.3.3.	Qualité des institutions publiques	84
<i>Conclusion du premier chapitre</i>		<i>85</i>
CHAPITRE 2. L'ACTIVITE DES F&AS AU MAROC		86
<i>Introduction au deuxième chapitre</i>		<i>86</i>
<i>Section 1. Caractéristiques des F&As au Maroc</i>		<i>87</i>
1.	Activité des F&As domestiques	87
2.	Activité des F&As transfrontalières	92
2.1.	Les F&As transfrontalières sortantes	92
2.2.	Les F&As transfrontalières entrantes	95
<i>Section 2. Les F&As à l'épreuve du droit de sociétés du droit de la concurrence et du droit fiscal</i>		<i>98</i>
1.	Généralités sur les F&As en droit de société	98
1.1.	Caractéristiques juridiques des F&As au Maroc	99
1.1.1.	La dissolution sans liquidation de la société disparue	99
1.1.2.	La transmission universelle du patrimoine	99
1.1.3.	L'échange des actions et des titres	99
1.2.	Les effets et les droits des parties dans les F&As au Maroc	100
1.2.1.	Effets sur les créanciers ordinaires et créanciers obligataires	100
1.2.2.	Effets sur les employés	101
1.2.3.	Effets sur les commissaires aux comptes	101
1.2.4.	Effets sur les dirigeants	101
1.2.5.	Effets sur les associés	102
1.3.	Calendrier juridique des opérations de F&As	102
1.3.1.	Avant la prise de décision	102

1.3.2.	Prise de décision dans les F&As	103
1.3.3.	Jour de l'assemblée générale pour les opérations de F&As	104
1.3.4.	Assemblées spéciales	104
1.3.5.	Prise de décision dans les fusions par création d'une société nouvelle	105
1.4.	Méthodes d'évaluation dans les F&As	105
2.	Les F&As au Maroc et la loi sur la concentration	107
2.1.	Réglementation	108
2.2.	Procédure d'examen et voie de recours.....	109
2.2.1.	Notification	109
2.2.2.	Examen du conseil de concurrence.....	110
2.2.3.	Évocation de l'administration et voie de recours.....	110
3.	Les F&As au Maroc et le droit fiscal	112
3.1.	L'impôt sur les sociétés	112
3.2.	Les droits d'enregistrement et de timbre.....	114
3.3.	Taxe sur la valeur ajoutée.....	115
3.4.	La taxe professionnelle.....	115
<i>Section 3. Cas particuliers des F&As en droit marocain.....</i>		<i>116</i>
1.	Les F&As entre les différentes formes juridiques	116
2.	Les F&As dans le cadre des entreprises en liquidation au Maroc.....	117
2.1.	Les F&As dans le cadre des entreprises en difficulté.....	118
2.2.	Les F&As dans le cadre de la procédure de redressement.....	119
2.2.1.	Les F&As en redressement judiciaire dans le cadre de la continuation	119
2.2.2.	Les F&As opérées à travers le redressement judiciaire par la mise en place d'un plan de cession 120	
2.3.	Les F&As opérées en période de liquidation judiciaire	120
2.4.	Sort des parties prenantes dans les opérations de F&As pour les entreprises en difficulté	121
2.4.1.	Sort des créanciers dans les opérations de F&A pour les entreprises en difficulté.....	121
2.4.2.	Sort des employés dans les opérations de F&As pour les entreprises en difficulté	122
<i>Conclusion du deuxième chapitre</i>		<i>123</i>
CONCLUSION DE LA PREMIERE PARTIE		124

PARTIE 2: MODÈLE ET MÉTHODOLOGIE DE LA RECHERCHE 125

INTRODUCTION A LA DEUXIEME PARTIE		126
CHAPITRE 3. FONDEMENTS THEORIQUES, FORMULATION DES HYPOTHESES ET MODELE DE RECHERCHE		127
<i>Introduction au troisième chapitre</i>		<i>127</i>
<i>Section 1. Théories et hypothèses des déterminants de localisation des F&As transfrontalières</i>		<i>128</i>
1.	Théories afférentes aux déterminants de localisation	128
1.1.	Paradigme OLI	128
1.1.1.	Motivations d'internationalisation selon le paradigme OLI	129
1.1.1.1.	La recherche de marchés	129
1.1.1.2.	La recherche d'efficacité.....	129
1.1.1.3.	La recherche des ressources	129
1.1.1.4.	La recherche d'actifs stratégiques	130
1.1.2.	Les institutions dans le paradigme OLI.....	130
1.1.3.	Théorie de trajectoire de développement d'investissement dans le paradigme OLI.....	130
1.2.	La théorie des institutions	132
2.	Hypothèses relatives aux déterminants de localisation.....	134
2.1.	Hypothèses relatives au Modèle OLI.....	134
2.1.1.	Hypothèses relatives aux motivations de marché.....	134
2.1.1.1.	Croissance du marché.....	135
2.1.1.2.	Taux de change	137
2.1.1.3.	L'ouverture commerciale.....	140
2.1.2.	Hypothèses relatives à la recherche de ressources naturelles.....	142
2.1.2.1.	Dotations en ressources naturelles dans les pays cibles.....	143
2.1.2.2.	Dotations en ressources naturelles dans les pays d'origine	144
2.2.	Hypothèses relatives à la théorie institutionnelle	145
2.2.1.	<i>Institutions formelles.....</i>	<i>145</i>
2.2.1.1.	La qualité de gouvernance nationale	145
2.2.1.2.	Les relations internationales	148
2.2.2.	Institutions informelles	155
2.2.2.1.	<i>La distance culturelle.....</i>	<i>156</i>

2.2.2.2.	<i>La distance religieuse</i>	158
2.2.2.3.	<i>La distance linguistique</i>	160
2.2.2.4.	<i>Histoire coloniale</i>	161
Section 2. Théories et hypothèses des déterminants de création de valeur dans les F&As transfrontalières		163
.....		163
1.	Principales écoles théoriques de création de valeur boursière	164
1.1.	L'école néoclassique	164
1.1.1.	La théorie de maximisation de valeur	164
1.1.2.	La théorie du marché du contrôle des entreprises	165
1.1.3.	La théorie de l'intendance.....	165
1.1.4.	Théorie d'apprentissage organisationnel	165
1.1.5.	Hypothèse de protection des investisseurs	166
1.2.	L'école comportementale.....	166
1.2.1.	Hypothèse de discrétion managériale.....	167
1.2.2.	Hypothèse de l'hubris	167
1.2.3.	Hypothèse de la gestion inefficace.....	167
1.2.4.	Hypothèse de la non-maximisation de la valeur	168
1.2.5.	Hypothèse de la surévaluation.....	168
1.2.6.	Hypothèse de mandat du dirigeant.....	168
2.	Hypothèses relatives aux déterminants de la création de valeur	169
2.1.	Performance globale	169
2.2.	Fuites d'information	176
2.3.	Déterminants de création de valeur	177
2.3.1.	Taille de l'entreprise cible	177
2.3.2.	Durée de mandats des dirigeants des acquéreurs	178
2.3.3.	Expérience de l'acquéreur.....	178
2.3.4.	Secteur partagé.....	179
2.3.5.	Protection des investisseurs.....	180
Section 3. Modèle conceptuel de la recherche.....		182
1.	Déterminants de localisation des F&Ats marocaines.....	182
2.	Déterminants de création de valeur dans les F&Ats marocaines	185
Conclusion du troisième chapitre.....		189
CHAPITRE 4. CHOIX METHODOLOGIQUES		190
Introduction		190
Section 1. Epistémologie, raisonnement et méthode de recherche.....		191
1.	L'épistémologie composante fondamentale du paradigme	191
2.	Typologie de positionnement épistémologique	192
2.1.	Le positivisme	193
2.2.	L'interprétativisme	193
2.3.	Le constructivisme.....	193
3.	Raisonnements et méthodes de recherches.....	194
3.1.	Raisonnements scientifiques.....	194
3.1.1.	Le raisonnement inductif	194
3.1.2.	Le raisonnement déductif	195
3.1.3.	Le raisonnement abductif	195
4.	Démarches de recherches.....	195
4.1.	Démarche quantitative.....	196
4.2.	Démarche qualitative	197
4.3.	Démarche intégrée ou mixte.....	197
Section 2. Design de recherche des déterminants de localisation des F&As transfrontalières marocaines		198
.....		198
1.	Question de recherche.....	198
2.	Détermination de la posture épistémologique	198
3.	Définition du modèle de raisonnement	199
4.	Démarche de recherche.....	200
4.1.	L'échantillon de recherche	200
4.2.	Variables et sources de données	202
4.3.	Méthodes d'analyse de données.....	203
4.3.1.	<i>Analyse des données</i>	204
4.3.1.1.	Le modèle de poisson.....	205
4.3.1.2.	Le modèle binomial négatif.....	206

4.3.2.	Le choix du modèle approprié	207
4.3.3.	Modèles de régression retenues	210
<i>Section 3. Design de recherche des déterminants de création de valeur dans les F&As transfrontalières marocaines</i>		211
1.	Question de recherche	211
4.1.	Détermination de la posture épistémologique	212
4.2.	Définition du modèle de raisonnement	212
4.3.	Démarche de recherche	213
4.3.1.	Le 2 ^e sous-échantillon de recherche	213
4.3.2.	Variables et sources de données	214
4.3.3.	Méthodes d'analyse de données	215
4.3.3.1.	Méthode d'événements pour la mesure des RAs	215
4.3.3.2.	Régression transversale pour la mesure des déterminants de création de valeur	219
<i>Conclusion du quatrième chapitre</i>		222
CONCLUSION DE LA DEUXIEME PARTIE		223

PARTIE 3. ANALYSE EMPIRIQUE DE LA RECHERCHE 224

INTRODUCTION A LA TROISIEME PARTIE		225
CHAPITRE 5. DETERMINANTS DE LOCALISATION DES F&AS TRANSFRONTALIERES MAROCAINES		226
<i>Introduction au cinquième chapitre</i>		226
<i>Section 1. Analyse descriptive</i>		227
1.	Statistiques descriptives pour les F&As transfrontalières	227
1.1.	Statistiques descriptives des pays cibles	229
1.1.1.	Analyse descriptive des pays cibles d'ASS	229
1.1.1.1.	Analyse descriptive relative aux avantages de localisation	230
1.1.1.2.	Analyse descriptive des variables institutionnelles	231
1.1.2.	Analyse descriptive des pays cibles européens	232
1.1.2.1.	Analyse descriptive relative aux avantages de localisation	233
1.1.2.2.	Analyse descriptive relative aux facteurs institutionnels	234
1.1.3.	Analyse descriptive des pays cibles de la région MENA	235
1.1.3.1.	Analyse descriptive relative aux avantages de localisation dans la région MENA	235
1.1.3.2.	Analyse descriptive relative aux variables institutionnelles dans la région MENA	236
1.1.4.	Analyse descriptive des pays cibles d'Amérique latine	237
1.1.4.1.	Analyse descriptive relative aux variables d'avantages de localisation	237
1.1.4.2.	Analyse descriptive relative aux variables institutionnelles dans la région d'Amérique latine	238
1.2.	Statistiques descriptives des pays d'origine	240
1.2.1.	Analyse descriptive des pays d'origine européens	240
1.2.1.1.	Variables macroéconomiques par région d'origine européenne	240
1.2.1.2.	Variables institutionnelles par région d'origine européenne	241
1.2.2.	Analyse descriptive des pays d'origine d'Amérique	243
1.2.2.1.	Variables macroéconomiques par région d'origine d'Amérique	243
1.2.2.2.	Variables institutionnelles par région d'origine d'Amérique	244
1.2.3.	Analyse descriptive des pays d'origine du MENA	245
1.2.3.1.	Variables macroéconomiques par région d'origine du MENA	246
1.2.3.2.	Variables institutionnelles par région d'origine du MENA	247
1.2.4.	Analyse descriptive des pays d'origine d'ASS	248
1.2.4.1.	Variables macroéconomiques par région d'origine d'ASS	248
1.2.4.2.	Variables institutionnelles par région d'origine d'ASS	249
1.2.5.	Analyse descriptive des pays d'origine asiatique	250
1.2.5.1.	Variables macroéconomiques par région d'origine asiatique	250
1.2.5.2.	Variables institutionnelles par région d'origine asiatique	251
1.2.6.	Analyse descriptive des pays d'origine d'Océanie	253
1.2.6.1.	Variables macroéconomiques par région d'origine d'Océanie	253
1.2.6.2.	Variables institutionnelles par région d'origine d'Océanie	253
2.	Analyse des secteurs d'activité des F&As transfrontalières	255
2.1.	Secteurs d'activités d'entreprises impliquées dans les F&As transfrontalières sortantes	256
2.1.1.	Analyse des secteurs d'activité dans les pays cibles d'ASS	256
2.1.2.	Analyse des secteurs d'activité dans les cibles européennes	257
2.1.3.	Analyse des secteurs d'activité dans les pays cibles du MENA	257
2.1.4.	Analyse des secteurs d'activité dans les pays cibles d'Amérique	258

2.2.	Secteurs d'activités d'entreprises engagées dans les F&Ats entrantes	258
2.2.1.	Analyse des secteurs d'activité dans les pays d'origine européenne	258
2.2.2.	Analyse des secteurs d'activité dans les pays d'origine d'Amérique	259
2.2.3.	Analyse des secteurs d'activité dans les pays d'origine du MENA	260
2.2.4.	Analyse des secteurs d'activité dans les pays d'origine d'ASS	260
2.2.5.	Analyse des secteurs d'activité dans les pays d'origine d'Asie	261
2.2.6.	Analyse des secteurs d'activité dans les pays d'origine d'Océanie	261
Section 2. Résultats de l'analyse de regression panel		263
1.	Résultats afférents aux F&As transfrontalières sortantes du Maroc	263
2.	Résultats afférents aux F&As transfrontalières entrantes au Maroc	267
Section 3. Analyse et discussion des résultats		270
1.	Analyse et discussion des F&As transfrontalières sortantes du Maroc	270
1.1.	Analyse et discussion des résultats des avantages de localisation dans le pays cible	270
1.1.1.	<i>Croissance du marché cible</i>	270
1.1.2.	<i>Ressources naturelles dans les pays cibles</i>	271
1.2.	Analyse et discussion des résultats de la TDI pour les pays d'origine	272
1.2.1.	<i>Croissance du marché d'origine</i>	273
1.2.2.	<i>Taux de change du pays d'origine</i>	273
1.2.3.	<i>L'ouverture commerciale du pays d'origine</i>	274
1.2.4.	<i>Dotation en ressources naturelles dans le pays d'origine</i>	275
1.3.	Analyse et discussion des résultats des institutions	275
1.3.1.	<i>Institutions formelles</i>	276
1.3.1.1.	<i>Affinité politique sur la question du Sahara</i>	276
1.3.1.2.	<i>Nombre de représentations diplomatiques</i>	277
1.3.2.	<i>Institutions informelles</i>	278
1.3.2.1.	<i>Distance linguistique</i>	278
1.3.2.2.	<i>Histoire coloniale</i>	279
2.	Analyse et discussion des F&As transfrontalières entrantes au Maroc	279
2.1.	Analyse et discussion des résultats des avantages de localisation dans le pays cible	279
2.1.1.	Analyse et discussion relatives à la recherche de marché	280
2.1.1.1.	<i>Taux de change du pays cible</i>	280
2.1.1.2.	<i>Ouverture commerciale du pays cible</i>	281
2.1.2.	Analyse et discussion relatives à la recherche des ressources naturelles	282
2.2.	Analyse et discussion des résultats de la TDI pour les pays d'origine	282
2.2.1.	<i>Ressources naturelles dans les pays d'origine</i>	283
2.2.2.	<i>Qualité de gouvernance dans les pays d'origine</i>	283
2.3.	Analyse et discussion des résultats de la théorie institutionnelle	284
2.3.1.	Analyse et discussion des résultats des institutions formelles	284
2.3.1.1.	<i>Qualité de gouvernance nationale dans le pays d'accueil</i>	284
2.3.1.2.	<i>Représentations diplomatiques</i>	285
2.3.2.	Analyse et discussion des résultats des institutions informelles	286
2.3.2.1.	<i>Histoires coloniales</i>	286
Conclusion du cinquième chapitre		288
CHAPITRE 6. DETERMINANTS DE CREATION DE VALEUR DANS LES F&AS TRANSFRONTALIERES MAROCAINES		289
Introduction au sixième chapitre		289
Section 1. Analyse descriptive		290
1.	Analyse descriptive des acquéreurs marocains	290
1.1.	Analyse géographique	290
1.2.	Analyse des secteurs d'activités	291
1.3.	Analyse de cotation boursière	292
1.4.	Analyse descriptive des déterminants de la création de valeur dans les opérations de F&Ats sortantes	293
1.4.1.	<i>Analyse descriptive du sous-échantillon global</i>	294
1.4.2.	<i>Analyse descriptive du sous-échantillon bancaire</i>	296
2.	Analyse des cibles marocaines impliquées dans les F&As transfrontalières entrantes	298
2.1.	Analyse géographique	298
2.2.	Analyse des secteurs d'activités	298
2.3.	Analyse de cotation boursière	299
2.4.	Analyse des déterminants de création de valeur dans les cibles marocaines	299
Section 2. Résultats de la méthode d'événement et de la régression transversale		303
1.	Résultats de la méthode d'événement	303
1.1.	Résultats de création de valeur pour les acquéreurs marocains	304

1.2.	Résultats de création de valeur pour les cibles marocaines	308
2.	Résultats des déterminants de création de valeur	311
2.1.	Résultats afférents aux actionnaires acquéreurs	312
2.1.1.	Résultats des déterminants du sous-échantillon global.....	312
2.1.2.	Résultats des déterminants du sous-échantillon bancaire.....	313
2.2.	Résultats afférents aux actionnaires cibles	315
<i>Section 3. Analyse et discussion des résultats</i>		<i>317</i>
1.	Analyse et discussion des résultats de la création de valeur	317
1.1.	Discussion des résultats relatifs à la création de valeur dans les entreprises marocaines acquéreuses 317	
1.2.	La création de valeur chez les entreprises cibles marocaines	320
2.	Analyse et discussion des résultats des déterminants de création de valeur actionnariale	323
2.1.	Analyse et discussion de la création de valeur actionnariale des entreprises acquéreuses marocaines 324	
2.1.1.	Analyse et discussion de la création de valeur actionnariale de l'ensemble des acquéreurs marocains.....	324
2.1.1.1.	L'expérience des F&Ats pour les acquéreurs marocains.....	324
2.1.1.2.	La protection des investisseurs minoritaires dans le pays cible.....	325
2.1.2.	Analyse de la création de valeur actionnariale des banques acquéreuses marocaines	326
2.1.2.1.	Taille de la cible.....	326
2.1.2.2.	Mandat du PDG dans les banques acquéreuses marocaines.....	327
2.1.2.3.	Secteur partagé.....	328
2.1.2.4.	Protection des investisseurs dans le pays cible	328
2.2.	Analyse et discussion des F&Ats entrantes au Maroc	329
2.2.1.	La taille de la cible	329
2.2.2.	Le mandat du PDG.....	329
2.2.3.	La protection des actionnaires dans le pays cible	330
<i>Conclusion du sixième chapitre.....</i>		<i>331</i>
CONCLUSION DE LA TROISIEME PARTIE		332
CONCLUSION GÉNÉRALE		333
<i>Synthèse de recherche</i>		<i>343</i>
<i>Limites et futurs programmes de recherche</i>		<i>346</i>
BIBLIOGRAPHIE		348
ANNEXES		432
LISTE DES ILLUSTRATIONS		445
LISTE DES ABRÉVIATIONS ET DES ACRONYMES		449
TABLE DE MATIERES		450