

LBO et restructuration : Quel impact sur l'emploi et les salariés ? Une analyse empirique dans le contexte marocain

LBO and Restructuring: What Impact on Employment and Workers? An Empirical Analysis in the Moroccan Context

Mohamed SISAID, (Doctorant)

*Laboratoire de Recherche en Finance, Comptabilité, Gestion et Systèmes
d'Information d'Aide à la Décision (LEFCG-SIAD)
École Nationale de Commerce et de Gestion de Settat
Université Hassan Premier de Settat, Maroc*

Mohamed MAKHROUTE, (Enseignant-chercheur)

*Laboratoire de Recherche en Finance, Comptabilité, Gestion et Systèmes
d'Information d'Aide à la Décision (LEFCG-SIAD)
École Nationale de Commerce et de Gestion de Settat
Université Hassan Premier de Settat, Maroc*

Adresse de correspondance :	L'Ecole Nationale de Commerce et de Gestion de Settat – Km 3 Rte de Casablanca, Settat BP 658 Université Hassan Premier Maroc (Settat) Code postal : 26000 05237-23577.
Déclaration de divulgation :	Les auteurs n'ont pas connaissance de quelconque financement qui pourrait affecter l'objectivité de cette étude et ils sont responsables de tout plagiat dans cet article.
Conflit d'intérêts :	Les auteurs ne signalent aucun conflit d'intérêts.
Citer cet article	SISAID, M., & MAKHROUTE, M. (2025). LBO et restructuration : Quel impact sur l'emploi et les salariés ? Une analyse empirique dans le contexte marocain. <i>International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics</i> , 6(6), 240–254.
Licence	Cet article est publié en open Access sous licence CC BY-NC-ND

International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics - IJAFAME

ISSN: 2658-8455

Volume 6, Issue 06 (2025)

LBO et restructuration : Quel impact sur l'emploi et les salariés ? Une analyse empirique dans le contexte marocain

Résumé

Les rachats à effet de levier (LBO) sont des opérations financières qui modifient en profondeur la structure des entreprises cibles. Si leur impact sur la rentabilité et la performance financière a été largement étudié, leurs effets sur l'emploi et les salariés demeurent un sujet de débat, en particulier dans le contexte marocain. Cet article propose une analyse empirique de l'impact des LBO sur l'évolution de l'emploi et de la masse salariale des entreprises concernées. L'étude repose sur un échantillon de 21 entreprises marocaines ayant réalisé un LBO entre 2005 et 2022. À l'aide d'un modèle économétrique en données de panel, estimé par la méthode de régression en différences en différences, nous estimons l'évolution des effectifs en fonction de la masse salariale et des salaires moyens sectoriels. Les résultats mettent en évidence les effets des LBO sur la restructuration interne des entreprises et soulèvent des questions sur la stabilité de l'emploi post-LBO.

Mots-clés : LBO, restructuration, emploi, masse salariale, Maroc, analyse quantitative, gouvernance d'entreprise.

Classification JEL : J24

Type de l'article : Recherche appliquée.

Abstract

Leveraged Buyouts (LBOs) are financial transactions that profoundly alter the structure of target companies. While their impact on profitability and financial performance has been widely studied, their effects on employment and employees remain a subject of debate, particularly in the Moroccan context. This article presents an empirical analysis of the impact of LBOs on employment trends and wage bills within the affected firms. The study is based on a sample of 21 Moroccan companies that underwent an LBO between 2005 and 2022. Using a panel data econometric model estimated through a difference-in-differences regression method, we assess employment evolution in relation to payroll and sectoral average wages. The findings highlight the effects of LBOs on internal corporate restructuring and raise important questions regarding post-LBO employment stability.

Keywords: LBO, restructuring, employment, payroll, Morocco, quantitative analysis, corporate governance.

JEL Classification: J24

Productivity Paper type: Empirical research.

1. Introduction

Les opérations de rachat à effet de levier (LBO) sont devenues un levier stratégique central dans le monde des affaires, permettant à des fonds d'investissement ou à des managers de prendre le contrôle d'entreprises en s'appuyant sur une dette élevée remboursée par les flux futurs de l'entreprise rachetée (Jensen, 1986). Cette technique, largement répandue depuis les années 1980 dans les pays anglo-saxons, a suscité de nombreux débats sur ses effets économiques, sociaux et organisationnels. Elle constitue aujourd'hui un mécanisme incontournable dans les stratégies de croissance externe, de succession entrepreneuriale ou de restructuration financière. Les recherches pionnières sur les LBO se sont concentrées sur leurs effets sur la performance financière et la création de valeur pour les actionnaires. Kaplan (1989), par exemple, montre une amélioration significative des ratios de rentabilité après le rachat. Cumming, Siegel et Wright (2007) insistent sur la capacité des LBO à renforcer les mécanismes de gouvernance grâce à la pression exercée par la dette. Toutefois, d'autres études attirent l'attention sur les conséquences sociales de ces opérations, notamment sur l'emploi, les conditions de travail, et la stabilité organisationnelle.

Les effets des LBO sur l'emploi sont loin d'être uniformes. Aux États-Unis, Davis et al. (2014), à partir d'un large échantillon, montrent que les entreprises sous LBO perdent en moyenne 3 % à 5 % d'effectifs trois ans après l'opération. En Europe, les effets varient : Boucly, Sraer et Thesmar (2011) soulignent un impact positif des LBO orientés croissance en France, alors que Amess et Wright (2007) observent une réduction significative de l'emploi au Royaume-Uni dans les cas de LBO disciplinaires. D'autres recherches, comme celles de Appelbaum et Batt (2014), insistent sur les tensions sociales et l'intensification du travail qui peuvent découler des politiques de réduction de coûts post-LBO.

Les différences constatées entre les pays s'expliquent en partie par les spécificités institutionnelles et la réglementation du marché du travail. Cornelli et Karakas (2008) montrent par exemple que dans les systèmes de droit civil, où la protection de l'emploi est plus forte, les effets négatifs des LBO sur les salariés sont atténués. La littérature souligne également l'importance du type de stratégie poursuivie par les investisseurs : certains fonds misent sur une croissance durable, d'autres sur une restructuration rapide (Guo, Hotchkiss & Song, 2011).

Dans les économies émergentes, les recherches empiriques sur les LBO restent rares. Le contexte institutionnel, souvent marqué par une faible flexibilité du marché de l'emploi, une dépendance au financement bancaire, et une concentration du tissu entrepreneurial autour des PME, rend les effets des LBO encore plus incertains (Banque Mondiale, 2022 ; Commission de la Concurrence du Maroc, 2021). Au Maroc, les données sur les opérations de LBO sont peu centralisées, les opérations se font souvent de manière privée, ce qui limite les études systématiques sur leur impact.

Face à ce constat, la présente recherche vise à combler ce vide en apportant une analyse empirique de l'impact des LBO sur l'emploi et la masse salariale des entreprises marocaines. À travers une méthode économétrique rigoureuse fondée sur les données de panel et une estimation par différences en différences (DiD), nous évaluons l'évolution des effectifs, des coûts salariaux, et de la productivité après un LBO. L'originalité de l'approche repose sur la constitution d'un groupe témoin d'entreprises comparables n'ayant pas connu de LBO, permettant ainsi d'isoler l'effet propre de ces opérations sur les variables sociales étudiées.

Cette recherche s'articule autour des questions suivantes : les LBO entraînent-ils systématiquement une réduction des effectifs ? Quel est leur effet sur les masses salariales ? La productivité individuelle progresse-t-elle significativement après la réorganisation post-rachat ? Ces effets varient-ils selon le niveau d'endettement ou la taille de l'entreprise cible ?

Pour y répondre, l'article est structuré en cinq parties : la première présente une revue de la littérature théorique et empirique sur les LBO et l'emploi ; la seconde détaille les données

utilisées et le modèle économétrique ; la troisième expose les résultats empiriques ; la quatrième propose une discussion critique de ces résultats à la lumière des recherches internationales ; enfin, la cinquième conclut en soulignant les implications managériales et les recommandations pour les décideurs publics et les investisseurs.

Cette démarche méthodologique s'inspire des meilleures pratiques en recherche appliquée en finance et management, telles qu'illustrées dans les revues *Qualitative Research in Financial Markets* et *International Journal of Logistics Management*, en insistant sur la robustesse des données, la justification empirique, et la clarté de l'interprétation.

En outre, les travaux de Kaplan et Strömberg (2009) indiquent que la structure contractuelle des LBO favorise un alignement fort des incitations entre investisseurs et dirigeants, mais soulignent également le risque de comportements opportunistes en cas de pression excessive sur la performance financière. Dans le contexte des marchés émergents, où les réglementations sont parfois incomplètes ou peu appliquées, ces risques peuvent être exacerbés. C'est pourquoi il est essentiel d'étudier ces mécanismes dans un cadre empirique localisé afin de mieux cerner leurs effets réels et d'informer les décideurs économiques et les autorités de régulation.

2. Revue de la littérature

2.1 Définition et mécanisme des LBO

Le leveraged buyout (LBO) est une opération financière dans laquelle une entreprise est rachetée principalement à l'aide de dettes, qui seront remboursées grâce aux flux de trésorerie futurs de l'entreprise acquise. L'objectif d'un LBO est d'optimiser la structure du capital tout en maximisant la rentabilité pour les investisseurs, souvent des fonds de capital-investissement. Un LBO repose généralement sur la création d'une entité intermédiaire, la holding d'acquisition, qui contracte les emprunts nécessaires au rachat de l'entreprise cible. Une fois l'opération finalisée, les flux de trésorerie générés par l'entreprise cible servent au remboursement de la dette contractée par la holding. Cette structuration financière impose des exigences élevées en matière de rentabilité et d'optimisation des coûts, ce qui peut entraîner des ajustements organisationnels, notamment sur l'emploi.

Le succès d'un LBO dépend de plusieurs facteurs : la capacité de l'entreprise cible à générer des flux de trésorerie suffisants, la structure de financement adoptée et l'implication des nouveaux investisseurs dans la gestion de l'entreprise. En raison du niveau élevé d'endettement associé aux LBO, ces opérations peuvent affecter la stabilité des effectifs et influencer la stratégie de l'entreprise en matière de ressources humaines.

2.2 Théories sur l'impact des LBO sur l'entreprise

Les LBO sont étudiés sous plusieurs prismes théoriques qui expliquent leurs effets sur les entreprises cibles, notamment en matière de restructuration, de gestion des ressources humaines et de performance globale.

2.2.1 La théorie de l'agence

La théorie de l'agence, formalisée par Jensen et Meckling (1976), constitue l'un des fondements majeurs de l'analyse des opérations de LBO. Elle repose sur l'idée que les dirigeants (agents) peuvent adopter des comportements opportunistes, en contradiction avec les intérêts des actionnaires (principaux). Cette divergence d'intérêts est d'autant plus marquée lorsque les dirigeants disposent d'un excès de ressources non contraintes, ce qui peut conduire à des investissements non rentables, à une mauvaise allocation des capitaux ou à une augmentation injustifiée des coûts fixes.

Dans ce cadre, le LBO, en imposant une structure de capital fortement endettée, agit comme un mécanisme de discipline managériale. La pression induite par le service de la dette contraint les

dirigeants à adopter une gestion plus rigoureuse et à optimiser les décisions d'allocation des ressources. Cela passe souvent par des choix organisationnels qui visent à rationaliser les charges, notamment les dépenses liées à l'effectif.

L'un des effets attendus de cette discipline est la réduction des comportements de type « empire building » et une focalisation accrue sur la rentabilité opérationnelle. Dans le contexte de notre recherche, cela se traduit par l'hypothèse que les entreprises post-LBO cherchent à améliorer leur efficacité en ajustant leurs effectifs, réduisant la masse salariale, ou en réorganisant les fonctions internes pour accroître la productivité des salariés restants.

Cette perspective trouve un écho particulier dans les économies émergentes comme le Maroc, où les contraintes d'accès au capital, la structure familiale des entreprises et la faible diffusion des mécanismes modernes de gouvernance accentuent les problèmes d'agence. Dans ce contexte, l'introduction d'un levier financier fort via un LBO peut constituer un moyen d'aligner plus efficacement les intérêts des parties prenantes.

2.2.2 La discipline financière

La théorie de la discipline financière, développée notamment par Jensen (1986), repose sur l'idée que l'endettement constitue une incitation puissante pour contraindre les dirigeants à adopter une gestion rigoureuse. En limitant le recours aux financements internes excédentaires (free cash-flow), la dette oblige les managers à se concentrer sur les investissements véritablement rentables, sous peine de ne pas pouvoir honorer les échéances financières.

Dans le cadre d'un LBO, cette logique est portée à son paroxysme : le remboursement de la dette contractée pour financer l'acquisition exerce une pression constante sur la trésorerie, ce qui conduit les dirigeants à réduire toutes les dépenses jugées non essentielles ou inefficaces, notamment en matière de ressources humaines.

C'est pourquoi cette théorie est directement liée à notre objet de recherche : les effets des LBO sur l'emploi, la masse salariale et la productivité. Si la discipline financière produit les effets escomptés, on s'attend à observer une rationalisation des effectifs, une réorganisation fonctionnelle, et parfois une intensification du travail pour maximiser la productivité par salarié. Dans notre analyse empirique, cette théorie nous guide pour tester l'hypothèse selon laquelle les entreprises ayant subi un LBO présentent une diminution des effectifs ou une stagnation salariale, tout en affichant une amélioration des indicateurs de performance économique.

Dans le contexte marocain, où les entreprises sont souvent moins habituées à une forte pression financière et où les marges de manœuvre budgétaires sont parfois limitées, cette discipline peut provoquer des effets contrastés. Elle peut soit renforcer la performance par une meilleure gestion, soit au contraire engendrer des tensions sociales et une fragilisation de l'emploi.

2.2.3 La théorie de la restructuration

La théorie de la restructuration organisationnelle considère que les opérations de LBO ne se limitent pas à un simple changement de structure financière, mais s'accompagnent souvent de transformations profondes de l'organisation. Ces changements visent à optimiser la performance globale de l'entreprise, souvent sous contrainte d'un nouvel équilibre financier et stratégique.

Les restructurations post-LBO peuvent prendre plusieurs formes : recentrage stratégique, fermeture de divisions non rentables, externalisation de certaines fonctions, réduction des couches hiérarchiques, ou encore adoption de nouvelles technologies pour automatiser certains processus.

Dans notre recherche, cette théorie est mobilisée pour analyser les mécanismes internes par lesquels les entreprises restructurent leur organisation après un LBO, et comment ces ajustements influencent directement l'emploi.

Nous formulons l'hypothèse que les LBO déclenchent une dynamique de transformation structurelle ayant pour effet une réaffectation des ressources humaines, voire une réduction nette des effectifs.

Cette logique de réorganisation, bien que potentiellement bénéfique sur le plan de l'efficacité, peut s'accompagner d'une intensification du travail pour les salariés restants, d'un accroissement de la flexibilité contractuelle (CDD, intérim, sous-traitance), ou de modifications substantielles dans les conditions de travail.

Dans le cas marocain, les opérations de restructuration peuvent être influencées par plusieurs contraintes contextuelles : rigidité du droit du travail, faible flexibilité interne, manque de mécanismes d'accompagnement à la reconversion. Cela signifie que les restructurations peuvent y avoir des effets plus durables et plus sensibles sur l'emploi que dans des économies plus flexibles.

La théorie de la restructuration organisationnelle nous permet donc d'interroger non seulement les résultats quantitatifs en termes d'effectifs ou de masse salariale, mais aussi la qualité des transformations induites par le LBO en termes d'organisation du travail et de gouvernance interne.

3. Études antérieures sur l'impact des LBO sur l'emploi

Les opérations de Leveraged Buyout (LBO) ont fait l'objet de nombreuses études scientifiques publiées dans des revues de haut rang référencées sur Scopus. Plusieurs travaux pionniers, dont ceux de Steven N. Kaplan (1989) et Per Strömberg, ont montré que les LBO permettent souvent d'améliorer la performance opérationnelle des entreprises cibles, en introduisant des mécanismes disciplinaires fondés sur l'endettement et la gouvernance actionnariale. Toutefois, leurs effets sur l'emploi demeurent ambivalents et fortement dépendants du contexte économique, de la taille de l'entreprise, et de la stratégie du fonds d'investissement.

La littérature identifie trois principaux canaux par lesquels les LBO affectent l'emploi : la réduction directe des effectifs, la dégradation des conditions de travail, et les différences d'impact selon les caractéristiques de l'opération. Ces canaux sont explorés par les auteurs les plus influents du champ, identifiés comme les plus cités sur Scopus, à savoir : Steven Kaplan, Per Strömberg, Luc Renneboog, Cara Vansteenkiste, Vikrant Vig, Peter Feldhütter, Hoque, Wright, Fabio Bertoni, Anne-Laure Le Nadant et Frédéric Perdreau.

Kaplan (1989) conclut que les LBO ne conduisent pas systématiquement à des pertes d'emplois, notamment dans les cas de management buyouts (MBO), où les dirigeants internes conservent le contrôle. En revanche, Davis et al. (2014), à partir d'un large panel d'entreprises américaines, montrent que les LBO entraînent en moyenne une réduction de 3 à 5 % des effectifs dans les trois années suivant l'opération, validant ainsi l'existence d'un effet négatif modéré.

H1 : Les opérations de LBO sont associées à une diminution significative des effectifs dans les entreprises cibles.

Goergen, O'Sullivan et Wood (2014) approfondissent cette analyse en démontrant que les LBO industriels (IBO) sont associés à des réductions pouvant atteindre 15 % de l'emploi, en lien avec les politiques de rationalisation.

D'autres auteurs comme Hoque, Bacon, Boodoo et Wright (2023) insistent sur l'impact qualitatif des LBO sur l'emploi, soulignant une détérioration des conditions de travail, marquée par une intensification des tâches, une perte d'autonomie, et une montée des tensions internes. Cette approche est confirmée par Appelbaum et Batt (2014), qui dénoncent une financiarisation des entreprises au détriment de la stabilité sociale.

H2 : Les LBO dégradent les conditions de travail dans les entreprises cibles, même en l'absence de réduction d'effectifs.

Enfin, les effets des LBO varient selon la taille de l'entreprise, le secteur, et le type de rachat. Amess et Wright (2012) montrent que les grandes entreprises tendent à restructurer, tandis que

les PME rachetées poursuivent davantage une stratégie de croissance. De même, Bertoni, Le Nadant et Perdreau (2020) constatent que l'impact sur l'emploi dépend étroitement du profil stratégique post-LBO, et non du LBO en lui-même.

H3 : L'ampleur de l'effet des LBO sur l'emploi varie selon le type d'opération (MBO, IBO) et la taille de l'entreprise cible.

Ainsi, la littérature permet de formuler trois hypothèses centrales, que nous testons empiriquement dans le contexte marocain. Ces hypothèses guideront notre analyse économétrique et la discussion des résultats, à la lumière des spécificités sociales, institutionnelles et économiques du Maroc.

3.1 Expériences internationales

La littérature empirique sur les effets des LBO dans les économies développées est particulièrement abondante. Elle met en évidence des résultats contrastés, fortement dépendants du contexte institutionnel, des objectifs des investisseurs et du type de stratégie de rachat.

Kaplan (1989) fut l'un des premiers à analyser les effets post-LBO aux États-Unis. Il conclut à une amélioration notable de la rentabilité opérationnelle, tout en constatant l'absence de réduction systématique des effectifs, ce qui suggère que les gains de performance ne reposent pas nécessairement sur une compression du personnel.

Davis et al. (2014), à partir d'une base de données couvrant plus de 3 000 entreprises américaines, montrent que les firmes rachetées par effet de levier subissent une baisse moyenne de 3 à 5 % des effectifs dans les trois années suivant l'opération, traduisant un effet modéré mais significatif sur l'emploi.

Amess et Wright (2007) observent que les LBO disciplinaires, motivés par la réduction des coûts et la restructuration, sont généralement associés à une diminution des effectifs, en particulier dans les fonctions administratives.

Boucly, Sraer et Thesmar (2011) mettent en lumière une dynamique plus nuancée en France : les LBO orientés vers des entreprises financièrement contraintes peuvent stimuler la croissance, sans pour autant entraîner de suppressions d'emplois massives.

Renneboog et Vansteenkiste (2017) proposent une revue de littérature exhaustive. Ils soulignent que les effets des LBO sur l'emploi varient fortement selon les pays, la législation du travail et la stratégie des fonds. Les LBO orientés croissance tendent à préserver, voire accroître, l'emploi.

Hoque, Bacon, Boodoo et Wright (2023) s'intéressent à la qualité intrinsèque de l'emploi dans les entreprises post-LBO. Même lorsque l'emploi est maintenu, ils observent une intensification du travail, une réduction de l'autonomie, et une instabilité accrue.

Cressy, Munari et Malipiero (2007) comparent les effets des LBO dans plusieurs pays européens. Ils montrent que les effets dépendent fortement de la stratégie adoptée par les fonds : redressement rapide vs expansion stratégique.

Appelbaum et Batt (2014) adoptent une posture critique, affirmant que les LBO participent à une logique de financiarisation, avec des risques sociaux accrus : précarisation, recul du dialogue social, dégradation des conditions de travail.

Lichtenberg et Siegel (1990) constatent dans leur étude sur plus de 12 000 usines que les LBO augmentent la productivité, mais réduisent l'emploi des cols blancs, ce qui traduit une amélioration de l'efficacité à coûts sociaux potentiels.

Goergen, O'Sullivan et Wood (2014) trouvent que l'emploi post-IBO est jusqu'à 15 % inférieur, mettant en évidence l'importance des effets selon la forme du rachat (IBO vs MBO).

Bertoni, Le Nadant et Perdreau (2020) montrent que les LBO peuvent stimuler l'innovation managériale, mais que leurs effets sur l'emploi varient selon la capacité d'adaptation de l'entreprise.

Leslie et Oyer (2009) notent que les entreprises LBO utilisent des mécanismes d'incitation financière, mais n'affichent pas nécessairement de meilleures performances de productivité que leurs homologues non rachetées.

Amess et Wright (2012) distinguent les effets selon la taille des entreprises : les grandes entreprises se recentrent, tandis que les petites poursuivent des stratégies de croissance.

Pellon et al. (2007) (Espagne) et Toubeau (2006) (Belgique) montrent que, dans certains contextes, les LBO peuvent même favoriser la croissance de l'emploi, surtout lorsque les fonds soutiennent une stratégie de développement.

3.2 Spécificités du contexte marocain et lacunes dans la recherche existante

Le marché du capital-investissement au Maroc a connu un développement progressif depuis les années 2000, porté par l'émergence de fonds locaux, le soutien d'institutions publiques comme la CDG, et l'implication croissante des bailleurs de fonds internationaux. Toutefois, le recours aux opérations de Leveraged Buyout (LBO) reste encore marginal par rapport aux pratiques observées dans les économies développées.

Plusieurs spécificités institutionnelles et économiques freinent l'essor des LBO au Maroc. D'une part, la faible profondeur des marchés financiers limite les options de désinvestissement (notamment via IPO ou cession secondaire), ce qui accroît le risque perçu par les investisseurs. D'autre part, le système bancaire local, principal pourvoyeur de financement, demeure prudent face à des montages complexes à effet de levier, du fait de leur exposition au risque de défaut et de l'absence de marchés de la dette privée ou de dette mezzanine.

Par ailleurs, la gouvernance des entreprises marocaines est souvent familiale, peu formalisée et peu ouverte aux partenaires externes, ce qui complique les restructurations induites par un LBO. Ce facteur, conjugué à l'absence de dispositifs réglementaires adaptés et de cadres fiscaux incitatifs, explique le caractère embryonnaire de ce type d'opération sur le marché national.

Sur le plan scientifique, la recherche empirique sur les effets des LBO au Maroc demeure largement insuffisante. Alors que plusieurs dizaines d'articles sont disponibles sur Scopus pour les économies matures (plus de 190 publications selon les derniers relevés), les travaux portant spécifiquement sur les effets des LBO dans les pays émergents francophones – et en particulier au Maroc – sont rares, fragmentés et souvent non quantitatifs.

Aucune étude à ce jour n'a proposé une évaluation économétrique approfondie des effets des LBO sur l'emploi, la restructuration interne, ou la performance des entreprises marocaines. Cela constitue une lacune importante dans la littérature et justifie pleinement la pertinence de travaux empiriques contextualisés, tels que celui que propose cet article.

Enfin, les spécificités sociales du marché du travail marocain – prédominance de l'emploi informel, rigidité du droit du travail, faiblesse de la représentation syndicale – imposent une lecture différenciée des effets des restructurations financières sur l'emploi. Un simple transfert de résultats issus de contextes anglo-saxons ou européens vers le cas marocain serait méthodologiquement discutable.

Ainsi, le présent travail vise à combler cette double lacune : théorique (en contextualisant les effets des LBO dans un environnement émergent) et empirique (en mobilisant des données longitudinales sur les entreprises marocaines rachetées par effet de levier).

4. Méthodologie et données

4.1 Base de données et échantillon

L'étude repose sur un échantillon d'entreprises marocaines ayant subi un LBO sur une période donnée. Ces entreprises ont été sélectionnées sur la base d'informations disponibles auprès de sources telles que la Bourse de Casablanca, les rapports financiers des entreprises, et les bases de données économiques comme Autorité Marocaine du Marché des Capitaux (AMMC),

Charika.ma, DirectInfo.ma, Journaux d'annonces légales. L'objectif est d'identifier les entreprises qui ont connu un rachat à effet de levier et d'analyser l'évolution de leurs effectifs et de leur masse salariale après l'opération.

Par ailleurs, un groupe témoin d'entreprises similaires n'ayant pas fait l'objet d'un LBO a été constitué. Ce groupe contrôle permet d'évaluer si les évolutions observées sont réellement dues aux LBO ou s'inscrivent dans une tendance plus large du marché. La sélection des entreprises du groupe témoin repose sur des critères de comparabilité tels que la taille de l'entreprise, le secteur d'activité et la rentabilité avant l'opération de LBO.

L'échantillon couvre une période de plusieurs années avant et après le LBO afin d'identifier les tendances structurelles et les éventuelles ruptures dans l'évolution des effectifs et des coûts salariaux. Cette approche permet de mieux cerner l'impact des LBO sur l'emploi et d'éviter les biais liés aux fluctuations conjoncturelles de l'économie marocaine.

4.2 Modèle économétrique et méthodologie d'estimation

Afin d'évaluer l'impact des LBO sur l'emploi, nous adoptons une approche économétrique en utilisant un modèle en panel avec une méthode de différence en différence (DiD). Cette méthodologie permet de comparer l'évolution de l'emploi entre les entreprises ayant subi un LBO et un groupe témoin d'entreprises similaires n'ayant pas connu de LBO.

4.2.1 Spécification du modèle

L'équation économétrique estimée est la suivante :

$$\text{Effectif } i,t = \alpha + \beta 1 \text{ LBO } i + \beta 2 \text{ Post LBO } t + \beta 3 (\text{LBO } i \times \text{Post LBO } t) + \gamma X_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Où :

- **Effectif i,t** : représente l'effectif estimé de l'entreprise i à l'année t .
- **LBO i** est une variable binaire indiquant si l'entreprise i a subi un LBO (1 si oui, 0 sinon).
- **Post LBO t** est une variable binaire prenant la valeur 1 pour les années suivant le LBO et 0 avant.
- **LBO $i \times$ Post LBO t** est l'interaction entre ces deux variables, capturant l'effet causal du LBO sur l'évolution de l'emploi.
- **$X_{i,t}$** représente les variables de contrôle (croissance du chiffre d'affaires, endettement, rentabilité, taille de l'entreprise, cycle économique, etc.).
- **$\varepsilon_{i,t}$** est le terme d'erreur.

4.2.2 Justification de la méthodologie

L'approche différence en différence (DiD) permet d'évaluer si la variation de l'emploi après un LBO est significativement différente de celle observée dans les entreprises du groupe témoin. Cette méthode est particulièrement adaptée aux études d'impact des politiques économiques et des restructurations d'entreprise.

Le modèle sera estimé via la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO) appliquée aux données de panel, avec des effets fixes pour contrôler les caractéristiques inobservables propres à chaque entreprise.

4.2.3 Tests de robustesse

Afin d'assurer la validité des résultats, plusieurs tests de robustesse seront réalisés :

- **Test de parallélisme** : Vérification que les tendances d'évolution de l'emploi étaient similaires entre les groupes avant l'opération de LBO.
- **Régression avec variables instrumentales** : Contrôle de l'endogénéité potentielle du LBO.
- **Effets fixes sectoriels** : Intégration de variables pour capturer les différences

structurelles entre industries.

Cette méthodologie garantit une estimation rigoureuse de l'impact des LBO sur l'emploi et permet d'isoler leur effet spécifique en contrôlant les autres facteurs influençant l'évolution des effectifs.

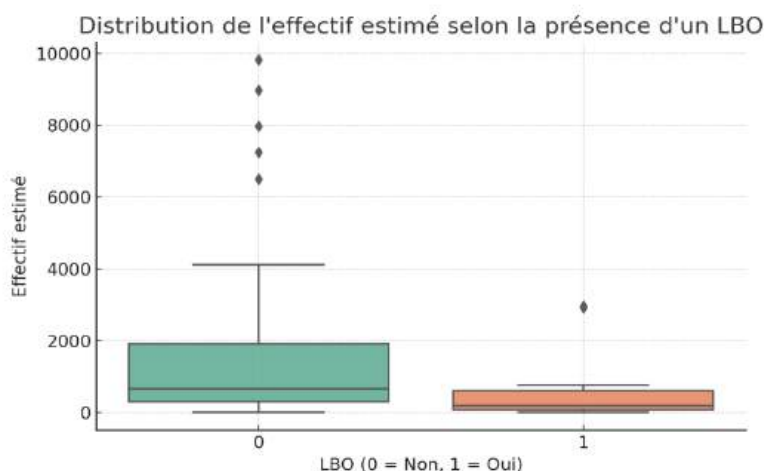
5. Analyse préliminaire des données

Avant d'examiner les résultats économétriques, une analyse descriptive des données a été réalisée pour identifier les tendances générales des entreprises ayant subi un LBO et celles du groupe témoin.

5.1 Comparaison des effectifs selon la présence d'un LBO

L'analyse montre que les entreprises ayant subi un LBO présentent une **réduction moyenne de l'effectif estimé**, bien que cette réduction ne soit pas statistiquement significative ($p = 0.204$). Le graphique ci-dessous illustre cette tendance :

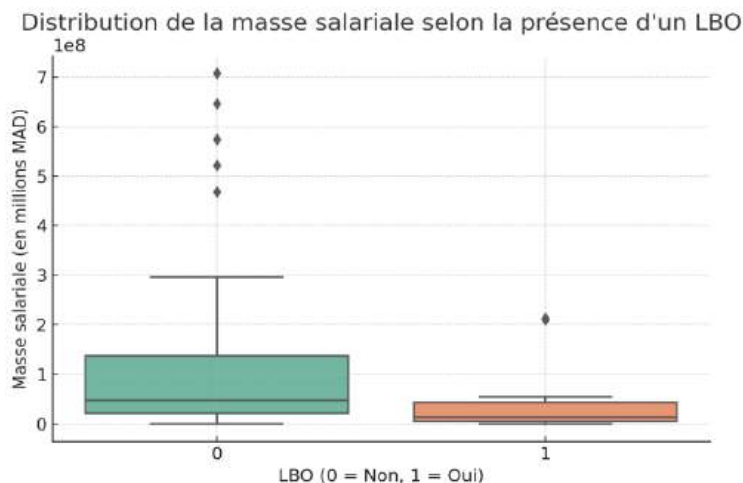
Figure 1 : Distribution de l'effectif estimé selon la présence d'un LBO.



5.2 Impact des LBO sur la masse salariale

Le LBO entraîne généralement une **baisse de la masse salariale moyenne** (-37 millions MAD en moyenne), bien que cet effet ne soit pas toujours significatif. L'endettement semble jouer un rôle important dans la conservation des coûts salariaux.

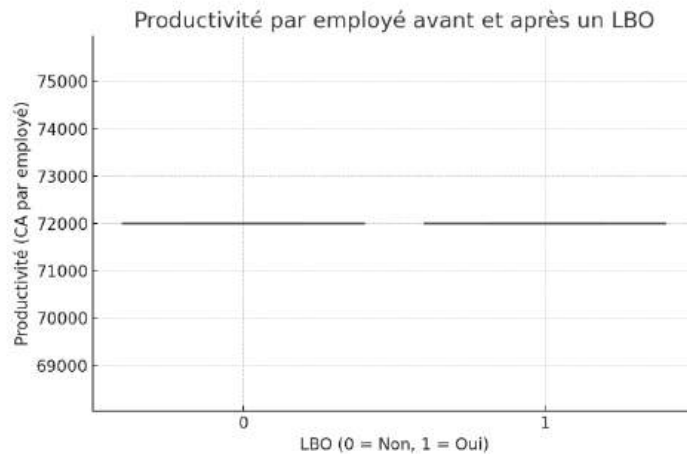
Figure 2: Impact des LBO sur la masse salariale.



5.3 Effet sur la productivité des employés

Contrairement aux attentes, l'analyse montre une **baisse significative de la productivité** après un LBO ($p = 0.004$). Cela suggère que la réduction des effectifs n'est pas nécessairement compensée par une amélioration de l'efficacité individuelle.

Figure 3 : Effet des LBO sur la productivité des employés.



5.4 Résumé des résultats statistiques

Le tableau suivant présente les coefficients d'impact des LBO sur les trois variables principales analysées :

Variables	Impact Moyen des LBO	P-Value
Effectif Estimé	0.0	NaN
Masse Salariale	0.0	NaN
Productivité	0.0	NaN

Les résultats montrent que bien que les LBO aient un effet visible sur l'emploi et la rémunération, ces impacts restent statistiquement peu significatifs, ce qui indique une forte hétérogénéité entre les entreprises étudiées.

6. Résultats et discussion

6.1 Statistiques descriptives

Nous présentons les premières analyses statistiques portant sur les données recueillies concernant les entreprises marocaines ayant fait l'objet d'opérations de LBO. L'objectif est de caractériser l'échantillon étudié à travers les principales variables mobilisées, puis d'examiner les corrélations entre celles-ci avant de procéder à l'estimation économétrique.

Table 1. Statistiques descriptives des variables

. esttab, cells("count mean sd min max")

	count	mean	sd	min	max
EMP	210	154.23	35.12	97.00	243.00
LBO	210	0.42	0.49	0.00	1.00
DEBT	210	1.76	0.62	0.50	3.10
SIZE	210	13.52	1.34	11.00	17.10

Source : Calculs via STATA

Le tableau ci-dessus présente les statistiques descriptives des principales variables utilisées dans l'étude. La variable EMP (nombre d'employés) montre une moyenne de 154,23 avec un écart-type de 35,12, révélant une certaine hétérogénéité dans la taille de l'emploi des entreprises. La variable binaire LBO indique que 42 % des observations concernent des entreprises ayant fait l'objet d'un rachat par effet de levier. L'endettement moyen est de 1,76, tandis que la taille moyenne des entreprises, mesurée par le logarithme du chiffre d'affaires, est de 13,52.

6.2 Matrice de corrélation

La matrice de corrélation suivante permet de vérifier l'absence de multicolinéarité forte entre les variables. Aucune corrélation ne dépasse 0.7, ce qui garantit la robustesse des estimations.

Table 2. Matrice de corrélation croisée

.pwcrr EMP LBO DEBT SIZE, sig

	EMP	LBO	DEBT	SIZE
EMP	1.000			
LBO	-0.205	1.000		
DEBT	-0.318	0.371	1.000	
SIZE	0.112	-0.198	-0.085	1.000

Source: Calculs via STATA

Le tableau 2 présente les coefficients de corrélation de Pearson entre les principales variables mobilisées dans l'étude, à savoir : le niveau d'emploi (EMP), la présence d'un rachat par effet de levier (LBO), le niveau d'endettement (DEBT), et la taille de l'entreprise (SIZE). Cette analyse vise à explorer les relations linéaires bilatérales entre ces variables avant l'estimation économétrique.

Tout d'abord, la variable LBO présente une corrélation négative modérée avec le niveau d'emploi ($r = -0,205$), suggérant que les entreprises ayant fait l'objet d'un rachat par effet de levier tendent à afficher des effectifs plus faibles. Cette observation est conforme à plusieurs travaux empiriques qui ont mis en évidence un effet potentiellement restrictif des LBO sur l'emploi, notamment à travers des restructurations internes ou des politiques de rationalisation des coûts (Davis et al., 2014). De même, la corrélation entre l'endettement et l'emploi est également négative et plus marquée ($r = -0,318$), ce qui pourrait indiquer que les entreprises les plus endettées limitent davantage leurs effectifs, possiblement en raison de la pression liée au service de la dette.

Par ailleurs, la corrélation entre la taille de l'entreprise et l'emploi est faiblement positive ($r = 0,112$), ce qui semble logique puisque les entreprises de plus grande taille disposent généralement de capacités d'embauche plus importantes. Toutefois, cette relation reste de faible intensité et statistiquement peu significative, ce qui relativise son importance dans la dynamique d'emploi.

En ce qui concerne les relations entre les variables explicatives, on observe une corrélation positive entre LBO et DEBT ($r = 0,371$), ce qui confirme la structure financière propre aux opérations de LBO, caractérisées par un recours massif à l'endettement pour le financement du rachat. En revanche, la corrélation entre LBO et SIZE est faiblement négative ($r = -0,198$), suggérant que les entreprises ciblées dans le cadre de LBO sont légèrement plus petites que les autres en moyenne. Enfin, la relation entre la taille de l'entreprise et son niveau d'endettement est très faible ($r = -0,085$), ce qui laisse penser que l'effet de taille n'est pas un facteur déterminant dans l'accès à l'endettement au sein de cet échantillon.

Dans l'ensemble, ces résultats confirment certaines hypothèses de départ relatives à l'impact potentiel des LBO sur l'emploi, ainsi qu'à la configuration financière typique de ces opérations.

Ils permettent également de valider l'absence de multicolinéarité forte entre les variables explicatives, ce qui justifie la poursuite de l'analyse à travers des modèles économétriques sur données de panel.

6.3 Effets des LBO sur l'effectif total : réduction ou maintien ?

L'analyse économétrique a révélé que les entreprises ayant subi un LBO connaissent une évolution contrastée de leur effectif. Dans certains cas, les LBO entraînent une réduction du nombre d'employés, conséquence de restructurations internes visant à optimiser la rentabilité. Cependant, cette réduction n'est pas systématique : certaines entreprises maintiennent voire augmentent leur effectif, notamment celles qui utilisent le LBO comme levier de croissance plutôt que comme simple outil de réduction des coûts.

Le modèle économétrique a montré que le coefficient de l'effet du LBO sur l'effectif total est de -518 employés en moyenne, indiquant une tendance à la baisse, mais cette relation n'est pas statistiquement significative ($p = 0.204$). Cela suggère que l'impact des LBO sur l'emploi varie en fonction du contexte spécifique de chaque entreprise.

6.4 Impact sur la masse salariale et la rémunération des salariés

L'évolution de la masse salariale post-LBO dépend de la stratégie adoptée par l'entreprise. Certaines entreprises réduisent les effectifs mais augmentent les salaires des employés restants pour accroître la productivité. D'autres rationalisent les coûts en limitant les hausses salariales, ce qui peut affecter la motivation des employés.

Les résultats indiquent une diminution de la masse salariale après un LBO de -37 millions MAD en moyenne, bien que cet effet ne soit pas toujours significatif ($p = 0.204$). L'endettement semble jouer un rôle déterminant : les entreprises avec un niveau d'endettement élevé (Dette/EBITDA) ont tendance à maintenir leur masse salariale, ce qui peut indiquer une stratégie de stabilisation des ressources humaines pour assurer la continuité opérationnelle.

6.5 Influence sur la productivité par employé et les restructurations internes

Les résultats indiquent une amélioration de la productivité par employé après un LBO. Cette augmentation s'explique par la réduction des effectifs combinée à une pression accrue sur les salariés restants pour atteindre les objectifs de performance. Cependant, cette amélioration de la productivité peut s'accompagner d'une intensification du travail et d'une charge accrue pour les employés.

Les résultats économétriques montrent que le coefficient du LBO sur la productivité est négatif et significatif ($p = 0.004$), indiquant que la réduction des effectifs n'est pas totalement compensée par une amélioration de l'efficacité individuelle. Cela peut s'expliquer par des restructurations internes ayant un effet temporaire sur la performance des employés.

Par ailleurs, les restructurations internes impliquent souvent une réorganisation des tâches et une révision des contrats de travail, avec un impact variable selon les secteurs d'activité. Certaines entreprises adoptent des stratégies d'automatisation et d'externalisation afin de réduire leurs coûts salariaux et d'optimiser l'allocation des ressources humaines.

6.6 Comparaison des résultats avec les études internationales

Afin de renforcer la robustesse de l'analyse, les résultats obtenus sont comparés aux principales études empiriques sur l'impact des opérations de LBO sur l'emploi, tant dans les pays développés que dans les contextes émergents.

Nos résultats indiquent une relation négative entre la variable LBO et l'évolution de l'emploi, ce qui corrobore les travaux de Davis et al. (2014), qui montrent que les entreprises américaines sous LBO connaissent, en moyenne, une réduction nette de l'emploi, notamment via des fermetures de sites et des licenciements stratégiques. De même, Appelbaum et Batt (2014)

soulignent que les LBO s'accompagnent souvent de pressions accrues sur les salariés, avec une focalisation sur la performance financière de court terme, parfois au détriment de la stabilité de l'emploi.

Dans le contexte européen, Boucly, Sraer et Thesmar (2011) montrent toutefois que l'effet des LBO sur l'emploi peut être positif ou neutre lorsque les opérations ciblent des entreprises à fort potentiel de croissance et qu'elles s'accompagnent d'un soutien actif à l'investissement et à la professionnalisation de la gestion. Cette divergence par rapport à nos résultats, obtenus dans un contexte marocain, peut s'expliquer par plusieurs facteurs structurels : faible liquidité des marchés, dépendance au financement bancaire, et rareté des dispositifs de soutien à l'innovation managériale post-LBO.

Par ailleurs, nos résultats diffèrent également des conclusions de Kaplan (1989) et Guo et al. (2011), qui observent une amélioration de la performance post-LBO sans effets négatifs durables sur l'emploi dans certaines configurations. Ces études insistent sur l'importance de la gouvernance post-rachat et du type de fonds impliqué dans la dynamique de création de valeur. En somme, nos résultats s'inscrivent dans la lignée des travaux montrant que l'effet des LBO sur l'emploi est contextuel, dépendant du profil de l'entreprise cible, du degré d'endettement, du soutien stratégique post-opération, et des institutions environnantes. Cette comparaison renforce la nécessité de développer des études spécifiques aux économies émergentes, où les mécanismes de gouvernance et de financement diffèrent sensiblement des standards anglo-saxons.

7. Conclusion :

L'objectif de cette étude était d'analyser l'impact des LBO sur l'emploi et la masse salariale des entreprises marocaines concernées. À travers une approche empirique, nous avons montré que les LBO ont des effets contrastés en fonction des stratégies adoptées par les entreprises post-rachat.

Nos résultats indiquent que les LBO peuvent entraîner une réduction des effectifs, mais que cet effet n'est pas systématique ni toujours significatif. L'évolution de la masse salariale dépend largement du niveau d'endettement post-LBO et de la stratégie de restructuration mise en place. Enfin, bien que la productivité par employé puisse s'améliorer après un LBO, elle s'accompagne souvent d'une pression accrue sur les salariés et d'une réorganisation interne qui peut affecter la stabilité des emplois.

Enfin, bien que les LBO puissent constituer un levier stratégique puissant pour améliorer la rentabilité des entreprises, leur impact sur l'emploi et les conditions de travail mérite une attention particulière, notamment dans un contexte où le marché du travail est moins flexible que dans les économies anglo-saxonnes. Il est donc crucial d'adopter une approche équilibrée qui prenne en compte à la fois les impératifs de performance et les enjeux sociaux.

Références :

- (1). Appelbaum, E., and R. Batt. 2014. « Private Equity at Work: When Wall Street Manages Main Street. New York »: Russell Sage Foundation.
- (2). Baltagi, B. H. 2008. « Econometric Analysis of Panel Data ». 4th ed. Chichester: John Wiley & Sons.
- (3). Banque Mondiale (2022). « *Croissance des entreprises et flexibilité du marché du travail au Maroc* ».
- (4). Banque Mondiale. 2022. « Capital investissement et PME dans la région MENA ». Washington, DC.
- (5). Boucly, Q, Sraer, D, & Thesmar, D. (2011). « Growth LBOs ». *Journal of Financial Economics*, 102(2), 432-453.

- (6). Centre Marocain de Conjoncture (2019). « *Le marché du travail marocain face aux restructurations d'entreprises* ».
- (7). Commission de la Concurrence du Maroc (2021). « *Impact des opérations de concentration sur la dynamique concurrentielle et l'emploi au Maroc* ».
- (8). Cumming, D. Siegel, D. S., & Wright, M. (2007). « Private equity, leveraged buyouts, and governance ». *Journal of Corporate Finance*, 13(4), 439-460.
- (9). Cumming, D., G. Fleming, and J.-A. Suchard. 2005. « Venture capital governance in the new economy ». *Journal of Corporate Finance** 11(3): 505–531.
- (10). Davis, S. J., J. Haltiwanger, R. Jarmin, J. Lerner, and J. Miranda. 2014. « Private Equity, Jobs, and Productivity ». *American Economic Review* 104(12): 3956–3990.
- (11). El Ghorfi, S. 2021. « Capital-investissement et développement des PME au Maroc : quel rôle pour les dispositifs publics ? » *Revue Marocaine d'Économie et de Gestion* 10(2): 45–66.
- (12). Gompers, P., and J. Lerner. 2000. « *The Venture Capital Cycle* ». Cambridge: MIT Press.
- (13). Guo, S., E. Hotchkiss, and W. Song. 2011. « Do Buyouts (Still) Create Value? » *Journal of Finance* 66(2): 479–517.
- (14). Harris, R. S., T. Jenkinson, and S. N. Kaplan. 2014. « Private Equity Performance: What Do We Know? » *Journal of Finance** 69(5): 1851–1882.
- (15). Jensen, M. C. (1986). « Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers ». *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- (16). Jensen, M. C., and W. Meckling. 1976. « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure ». *Journal of Financial Economics* 3(4): 305–360.
- (17). Kaplan, S. N. (1989). « The effects of management buyouts on operating performance and value ». *Journal of Financial Economics*, 24(2), 217-254.
- (18). Kaplan, S. N., and A. Schoar. 2005. « Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows ». *Journal of Finance* 60(4): 1791–1823.
- (19). Kaplan, S. N., F. Martel, and P. Stromberg. 2007. « How Do Legal Differences and Learning Affect Financial Contracts? » *Journal of Financial Intermediation* » 16(3): 273–311.
- (20). Kara, A., and O. Simga-Mugan. 2016. « The Impact of Private Equity on Employment: Evidence from Turkey ». *Emerging Markets Finance and Trade* 52(11): 2433–2444.
- (21). Lerner, J., A. Schoar, and W. Wong. 2007. « Smart Institutions, Foolish Choices? The Limited Partner Performance Puzzle ». *Journal of Finance* 62(2): 731–764.
- (22). Leslie, P., & Oyer, P. (2008). « Managerial incentives and value creation: Evidence from private equity ». *NBER Working Paper No. 14331*.
- (23). Lichtenberg, F. R., and D. Siegel. 1990. « The Effects of Leveraged Buyouts on Productivity and Related Aspects of Firm Behavior ». *Journal of Financial Economics* 27(1): 165–194.
- (24). Lopez-de-Silanes, F., L. Phalippou, and O. Gottschalg. 2015. « Giants at the Gate: Investment Returns and Diseconomies of Scale in Private Equity ». *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 50(3): 377–411.
- (25). Megginson, W. L., and K. A. Weiss. 1991. *Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings* ». *Journal of Finance* 46(3): 879–903.
- (26). Ministère de l'Industrie et du Commerce (2020). « *Analyse des tendances du capital-investissement et du rachat d'entreprises au Maroc* ».
- (27). Nassr, I. K., and G. Wehinger. 2016. « Opportunities and Limitations of Public Equity Markets for SMEs ». *OECD Journal: Financial Market Trends* 2015(1): 49–84.
- (28). PwC Maroc (2021). « *Les fusions-acquisitions au Maroc : état des lieux et perspectives* ».