

Déterminants du Financement Participatif des PME du Sud-Kivu

Determinants of Crowdfunding of SMEs in South Kivu

FURAHA Kazinguvu

Doctorante en Sciences Economiques et de Gestion, Université du Burundi
Centre Universitaire de Recherche pour le Développement Economique et Social
Burundi

Professeur NIYUHIRE Prisca

Enseignant-Chercheur
Centre Universitaire de Recherche pour le Développement Economique et Social
Université du Burundi - Burundi

Professeur LUKUITSHI Malaika Albert

Enseignant –Chercheur
Université de Kinshasa
République Démocratique du Congo

Professeur Alain Ndedi

Université de Johannesburg
Afrique du Sud

Docteur MUREHA François-Xavier

Enseignant-Chercheur
Centre d'Analyses et de Recherches Interdisciplinaires sur le Développement de la Région de
Grands Lacs
Université du Lac Tanganyika - Burundi

Date de soumission : 09/10/2024

Date d'acceptation : 25/11/2024

Pour citer cet article :

FURAHA. K. & al. (2024) «Déterminants du Financement Participatif des PME du Sud-Kivu », Revue Internationale du chercheur «Volume 5 : Numéro 4» pp : 903-927

Résumé

Le financement participatif a été présenté comme un mode de financement alternatif face aux difficultés d'une économie en crise. Il est devenu une source potentielle de financement alternatif pour les PME et permet à des particuliers ou à des organisations de s'appuyer sur le soutien financier de la foule pour concrétiser différents projets. L'objectif de cet article est d'identifier les déterminants du financement participatif de PME de moins de 10 ans au Sud-Kivu, en République Démocratique du Congo. Les données ont été collectées auprès de 211 PME. Le traitement des données a été fait en recourant aux régressions logit. Les résultats montrent que le recours au financement participatif est d'une grande importance au Sud-Kivu et est influencé à la fois par des variables socioéconomiques et institutionnelles (lieu de naissance, indice des actifs, indice de pauvreté, chiffre d'affaires) et comportementales (aversion au risque, manque de crédibilité des IMF).

Mots-clés : Déterminant ; Financement participatif ; PME ; régression logit ; Sud-Kivu

Abstract

Presented as an alternative mode of financing in the face of the procrastination of an economy in crisis, crowdfunding has become a potential source of alternative financing for SMEs and allows individuals or organizations to rely on the financial support of the crowd to bring different projects to fruition. The aim of this article is to identify the determinants of crowdfunding of SMEs less than 10 years' old in South Kivu, Democratic Republic of Congo. Data were collected from 211 SMEs. Data processing was done using logit regressions. The result shows that the use of crowdfunding is of great importance in South Kivu and is influenced by both socioeconomic and institutional (asset index, poverty index, turnover) and behavioral variables (risk aversion and lack of credibility of MFIs).

Keywords: Determinants; Crowdfunding; SMEs; logit regression; South Kivu.

Introduction

Face au contexte actuel des économies, caractérisé par une combinaison des facteurs complexes (Galibaka & Kangoye, 2014), le financement des PME est une nécessité absolue pour la croissance (Diéguez-Soto, et al., 2015) et la pérennité du secteur privé (Renaud, 2009). Les PME jouent un rôle très important tant au niveau social qu'au niveau économique. Pour survivre, ces entités ont besoin d'un financement adéquat et d'un accompagnement continu (Ben Yakoub, 2024). Le financement participatif apparaît alors comme un type de financement alternatif rendu particulier par le fait qu'il sollicite de façon ouverte un grand nombre d'investisseurs : la foule (Assadi, 2015). Il peut prendre la forme de don simple, de don contre récompense, d'investissement en fonds propres d'une entreprise, ou de prêt avec ou sans intérêt (Bessière & Stéphany, 2014).

Les résultats de la revue de la littérature de plusieurs études confirment, pour la plupart, l'hypothèse selon laquelle les PME rencontrent plus de difficultés à obtenir un financement bancaire que les entreprises de taille plus large (Cenni, et al., 2015). Cette difficulté est principalement due au risque de défaut qu'endosse le prêteur. Ce risque est lié à l'asymétrie informationnelle inhérente à toute relation entre l'emprunteur et le prêteur (Berger & Udell, 1998) et dont la firme cherchera à réduire en parvenant des signaux positifs aux créanciers (Haidara & Kone, 2022).

L'importance de cette étude est justifiée par trois arguments. Premièrement, les PME du Sud-Kivu souffrent d'un accès limité aux services financiers formels (Fonds Monétaire International, 2014). Deuxièmement, au moins 20 institutions de microfinance ont fait faillite ces cinq dernières années provoquant à la fois une perte des épargnes de leurs clients et un effondrement de la confiance des ménages envers ces institutions (Murhula et al., 2017). Troisièmement, l'offre de services financiers et non financiers à travers les institutions informelles d'épargne et de crédit s'est accrue depuis quelques années (Bidubula, 2018).

Cette étude porte sur 211 PME de moins de 10 ans. Son objectif est d'analyser les déterminants qui influencent l'entrepreneur du Sud-Kivu à recourir au financement participatif et répond à la question suivante : quels sont les déterminants du financement participatif des PME du Sud-Kivu ? Pour répondre à cette question, nous avons utilisé la régression logistique. Etant donné que le recours au financement est souvent influencé par des facteurs socioéconomiques (âge, sexe, éducation, ethnie, état civil), institutionnelles (indice

des actif, indice de pauvreté, chiffre d'affaires et comportementales (l'affiliation à une association aversion au risque, manque de crédibilité des IMF), cette étude postule que ces facteurs poussent les dirigeants de PME à faire recours à ce financement et, peut constituer une source d'avantages compétitifs (Schwienbacher et al.,2012 ; Balemba et al., 2018 ;Wathoff-Borm et al.,2018 ; Matthieu et al., 2019).

Le présent article est subdivisé en quatre parties :la première partie propose une revue de littérature sur le financement des PME. La deuxième parle de la méthodologie fondée sur une régression logistique. La troisième partie présente, interprète et discute les résultats. Enfin, la quatrième partie propose une conclusion.

1. Revue de la littérature

Dans ce point, nous parlons de la revue de la littérature théorique et empirique relative aux déterminants du financement participatif des PME.

1.1 Revue de la littérature théorique

Dans ce point, après avoir parlé du concept de financement participatif, nous nous intéressons à ses déterminants.

1.1.1 Concept de financement participatif

Le terme financement participatif a été utilisé pour décrire cette nouvelle source de financement qui, comme le microcrédit, est présentée comme un système de financement alternatif par rapport aux modes de financement traditionnels (Bruton et al., 2015).

La revue de la littérature dénombre quatre principes de financement participatif (Ledgerwood,1988 ; Schwienbacher et al.,2015 ; Harrison,2013 ; Bessiere et al.,2014 ; Rifikin,2014 ; Fadoua, 2017 ; Matthieu et al., 2019).

Le premier principe de base du financement participatif est : au lieu de lever des fonds auprès d'un très petit groupe d'investisseurs professionnels, les entrepreneurs essaient de les obtenir auprès d'un public très large, chaque individu apportant un très faible montant (Bessière et al., 2014, Matthieu et al., 2019). Plus précisément, le phénomène du financement participatif incarne la combinaison de deux concepts : le « crowdsourcing » et la microfinance (Harrison, 2013). Celle-ci se réfère à l'intermédiation financière et sociale par le biais de prêts de faibles

montants pour des emprunteurs actifs économiquement, mais trop pauvres pour accéder à des sources de financement plus conventionnelles (Ledgerwood, 1998).

Le deuxième principe est : la transparence et la confiance. Les contributeurs peuvent choisir la destination exacte de leur argent et reprendre le pouvoir sur celui-ci. Les plates-formes du financement participatif présentent des projets portant sur une promesse économique (un objectif de rentabilité attractif) et les bénéficiaires sont informés régulièrement des nouvelles du projet et de son avancement (Fadoua, 2017).

Le troisième principe est la création de lien : le financement participatif repose sur un financement créateur de lien. Ce lien est financier, puisqu'il implique une prise de participations ou un prêt d'une somme d'argent, mais il est aussi extra-financier (Cieply & Nadant, 2016). Le phénomène s'inscrit dans l'économie collaborative (Rifkin, 2014) et, plus précisément, dans un mouvement de fond poussé par la volonté du consommateur de devenir à la fois consommateur et acteur. La motivation de la foule naît aussi du sentiment d'aide et de participation au développement de nouveaux produits et entreprises (Gerber et al., 2012).

Le quatrième principe est la collaboration et la connaissance partagées. Schwienbacher et al., (2012) notent dans leur étude que l'interaction avec le réseau, la communication et l'échange de compétences sont essentiels dans un processus du financement participatif. Cependant, l'étude de Kim & Viswanathan (2014) a montré que les décisions de la foule sont fortement influencées par celles des investisseurs experts. En outre, Schwienbacher (2015) montre également que les entreprises financées par la foule peuvent engendrer différentes formes de risque opérationnel par rapport à celles financées par des investisseurs en fonds propres.

1.1.2 Déterminants du financement participatif

Après avoir parlé de principes, ce point s'intéresse aux déterminants du financement participatif. L'analyse porte sur 12 variables issues de la revue de la littérature dont (âge, sexe, éducation, ethnie, état civil, lieu de naissance, indice des actifs, indice de pauvreté, chiffre d'affaires, l'affiliation à une association, l'aversion au risque, manque de crédibilité des IMF (Okten & Osili, 2004 ; Alsos et al., 2006 ; Harrison & Mason, 2007 ; Barslund & Tarp, 2008 ; Molick, 2013 ; Balemba, 2017, Matthieu et al., 2019).

• L'âge de la PME et financement participatif

L'âge est une variable quantitative, elle correspond à l'intervalle de temps situé entre l'année d'observation (2023 pour notre étude) et la date de création de la PME. Il est exprimé en nombre d'années d'existence de la PME. La relation entre l'âge et le financement participatif est quelque peu ambiguë. En référence aux arguments formulés par la théorie du financement hiérarchique, les dirigeants adoptent une politique financière qui a pour but de minimiser les coûts associés aux capitaux et préfèrent donc le financement interne au financement externe. Selon cette théorie, le dirigeant doit respecter la hiérarchie suivante : l'autofinancement, la dette non risquée, la dette risquée et enfin l'augmentation du capital (Haidara & Kone, 2022), et en supposant que la capacité d'autofinancement de la PME est une fonction croissante de son âge, il semble que les entreprises plus âgées recourraient moins au financement participatif et utiliseraient donc leur marge d'autofinancement en cas de nécessité.

Il existerait une relation négative entre l'âge de la PME et le financement participatif.

• Sexe du propriétaire-dirigeant et financement participatif

Cette variable permet d'introduire une potentielle inversion de la relation entre le sexe et la probabilité d'être financé. La relation entre le sexe et le recours au financement participatif est enracinée dans la théorie des inégalités aux ressources entre hommes et femmes. En effet, les femmes sont souvent discriminées sur le marché de crédit (Harrison & Mason, 2007). Ainsi, les femmes accèdent difficilement au crédit comparativement aux hommes (Alsos & al., 2006). Ceci implique que les femmes s'auto-sélectionneraient pour le financement participatif afin de compenser leur manque d'accès au crédit formel (Diagne, 1999 ; Molick, 2013). En conséquence, elles participeraient plus que les hommes à des groupes d'entraide (Okten & Osili, 2004).

Il existerait une relation positive entre le sexe du propriétaire-dirigeant et le financement participatif.

• Etat civil du propriétaire-dirigeant et financement participatif

La relation entre l'état civil et le recours au financement participatif n'est pas totalement tranchée. Fungáčová et al., (2016) montrent que la confiance dans une banque ne dépend pas de l'état civil des clients. Daniels & Von der Ruhr (2010) révèlent par exemple que les personnes mariées et divorcées avaient la même probabilité de participer à des groupes

informels. Acock & Hurlbert (1995) montrent, par contre, que les séparés, les divorcés et même les célibataires seraient plus incités à recourir au financement participatif pour avoir la possibilité d'accéder au financement, de trouver un emploi et de recevoir toute autre forme d'assistance auprès des pairs.

Il existerait une relation positive entre l'état-civil du propriétaire-dirigeant et le financement participatif.

• Education du propriétaire-dirigeant et financement participatif

L'éducation est une variable qualitative. La relation entre l'éducation et le recours au financement participatif tire son fondement dans la théorie de l'adoption de nouvelles technologies et celle du capital humain. En effet, les entrepreneurs qui jouissent d'un niveau élevé d'instruction seraient plus prédisposés à adopter une innovation financière (Lee, 2000). Ces derniers comprendraient facilement le bien-fondé du financement participatif et son fonctionnement et y adhéreraient rapidement. Ainsi, lorsque l'innovation est complexe, elle ne sera adoptée que par des personnes jouissant d'un niveau d'instruction élevé (Balemba et al., 2017 ; Barslund & Tarp, 2008).

Il existerait un lien positif entre l'éducation du propriétaire-dirigeant et le financement participatif.

• Lieu de naissance du propriétaire- dirigeant et financement participatif

Elle mesure la relation entre la ville natale de l'enquêté et son désir de faire recours au financement participatif. Cette relation est liée à la théorie de l'encastrement et à celle de forces géographiques (Agrwal et al., 2011). La personne nait en ville est susceptible d'identifier facilement ses partenaires à travers ses réseaux (amis, collègues de classes, de service, etc.) (Gomez & Santor, 2001). Par conséquent, il existe un lien fort entre la proximité géographique des donateurs et le soutien apporté aux projets (Mollick, 2014 ; Guerzoni et al., 2016).

Il existerait une relation positive entre le lieu de naissance du propriétaire-dirigeant et le financement participatif.

• **Ethnie du propriétaire- dirigeant et financement participatif**

La relation entre l'appartenance ethnique et le recours au financement participatif est ambiguë. Heilbrunn & Kushnirovich (2008) soutiennent que la reconnaissance d'une identité ethnique renforce le sentiment d'appartenance à un réseau des personnes avec lesquelles on partage le même sang. Elle facilite ainsi la mobilisation de l'information et des ressources monétaires pour des entrepreneurs appartenant à la même ethnie (Biggs et al., 2002). D'autres auteurs (Freeland & Keister, 2016 ; Fafchamps, 2000) postulent, par contre, que l'inclinaison ethnique poussée à l'extrême est susceptible d'altérer les relations sociales et nuire dangereusement à l'éclosion des structures collectives. Par conséquent, les associations ethniques ne sauraient donc encourager l'accès aux services financiers au-delà de leur cercle (Biggs et al., 2002).

Il existerait une relation entre l'ethnie du propriétaire- dirigeant et le financement participatif.

• **L'indice de pauvreté et financement participatif**

La relation entre la pauvreté et le recours au financement participatif est négative. Les propriétaires-dirigeants non pauvres sont capables de s'acquitter de leur contribution au financement participatif (Li & Hu, 2011), de transformer leurs intentions en une contribution réelle au financement participatif (Bakhshoodeh & Karami, 2008 ; Nuryatono, 2007) et même de soustraire de l'argent de leur cycle d'exploitation pour l'investir dans un projet qui ne produira des cash-flows que dans un avenir lointain. Les pauvres, quant à eux, luttent pour la survie en consacrant la totalité des revenus à la consommation et participeraient peu au financement participatif (Monsuwe et al., 2004).

Dans la présente recherche, nous nous attendons à une relation négative entre l'indice de pauvreté et le recours au financement participatif.

• **Indice des actifs et financement participatif**

L'indice des actifs est une variable quantitative calculée sur base des 20 actifs durables détenus par les enquêtés (voiture, moto, etc.). L'indice est calculé via l'analyse en composantes principales en vue d'estimer le poids respectif à attribuer à chaque facteur (Flimer & Pritchett, 2001). Les actifs accumulés peuvent servir de garantie en cas de demande de crédit (Armendariz & Morduch, 2010). Ils peuvent aussi être vendus en cas d'urgence lorsque les ménages se trouvent dans un besoin urgent d'argent. Par conséquent, les ménages

ayant plus d'actifs disposent potentiellement des revenus nécessaires en vue de faire recours au financement participatif.

L'indice d'actifs influencerait positivement le recours au financement participatif.

• **Affiliation à une association et financement participatif**

Le réseau social se rapporte au nombre d'amis et frères que l'entrepreneur peut mobiliser autour du financement participatif (Zheng et al., 2014). Les frères et les amis constituent les premières personnes sur lesquelles on peut compter pour lancer et financer une nouvelle entreprise (Guerzoni et al., 2016 ; Zheng et al., 2014). Ces derniers se chargent aussi de promouvoir le projet dans leurs propres réseaux. Aussi, l'appartenance à une association rime avec le capital social relationnel (Zheng et al., 2014). Les membres d'une même association sont obligés de remplir leurs obligations vis-à-vis de cette dernière au risque d'en encourir des sanctions (Glaeser et al., 2002).

Il existerait une relation positive entre l'appartenance à une association et le financement participatif.

• **Manque de crédibilité des institutions financières et financement participatif**

La crédibilité est une approximation de l'attitude générale que les propriétaires-dirigeants ont du secteur financier formel. En effet, plus les propriétaires-dirigeants auront perdu confiance dans les banques et les IMF traditionnelles, plus ils seront prédisposés à faire recours au financement participatif. Le manque de confiance dans les banques et IMF va augmenter les coûts d'agence et pousser ainsi les propriétaires-dirigeants à quitter ces institutions au profit des plateformes de financement participatif (Monsuwe et al., 2004).

Dans la présente recherche, nous nous attendons à une relation positive entre le manque de confiance envers les institutions financières traditionnelles et le financement participatif.

• **Aversion au risque et financement participatif**

Le risque est considéré par plusieurs auteurs comme variable pouvant expliquer le niveau d'endettement des PME (Colot, 2007 ; Boussâa, 1998 et Ziane, 2004). En effet, les entrepreneurs faisant recours au financement participatif sont ceux qui ont une aversion du risque vis-à-vis des banques classiques et IMF. Par manque de garantie et avec un chiffre d'affaires faible, les propriétaires-dirigeants ont tendance à fuir le risque lié aux crédits bancaires classiques préfèrent recourir au financement participatif ou le risque est faible.

Il existerait une relation positive entre l'aversion au risque et le financement participatif.

• Le chiffre d'affaires et financement participatif

C'est une variable quantitative mesuré en dollars américains (\$) et mentionne le montant des ventes journalières de l'entrepreneur. Cette variable renvoie au montant que l'enquête est disposé à investir dans le futur sous forme d'épargne. En effet, les auteurs ont montré que les gens faisant recours au financement participatif ont des chiffres d'affaires moins importants que ceux faisant recours à d'autres sources de financement (Belarouci et al., 2020, Bessiere et al., 2017).

Dans le cadre de ce travail, nous nous attendons à une relation positive entre le chiffre d'affaires et le financement participatif.

1.2. Revue de la littérature empirique

Pour ce point, nous présentons l'essentiel des travaux empiriques qui portent sur les déterminants du financement participatif.

L'étude de Walthoof-Borm et al., (2018) portant sur 277 entreprises du Royaume-Uni qui cherchent à se financer par « equity crowdfunding » entre 2012 et 2015, décrit les caractéristiques distinctives des entreprises ayant recours au financement participatif. Les résultats ont montré que les firmes qui recourent aux plateformes de financement participatif ont moins d'autofinancement, plus d'endettement et plus d'actifs incorporels. Se référant à la théorie de la hiérarchie des financements, les auteurs soulignent que les entreprises utiliseraient le financement participatif en dernier ressort, faute de pouvoir s'autofinancer ou d'accéder à des apports en capitaux et dettes. Les auteurs concluent que le financement participatif serait donc différent des modes de financement traditionnels que sont les banques.

Selon Mathieu et al. (2019), ces différences s'expliqueraient par les spécificités des organismes de financement participatif en matière de sensibilité au risque, de motivations, de compétences et du type d'innovation des projets. Ces entreprises présenteraient un degré d'innovation supérieur, mesuré par la part d'actifs incorporels au bilan (Walthoof-Borm et al., 2018).

Ces entreprises moins matures, sont susceptibles de recourir au sociofinancement, car elles présentent moins de garanties financières et une plus forte asymétrie d'information en raison

d'une part trop importante d'actifs incorporels spécifiques difficilement cessibles en cas de faillite (Guilhon et al., 2003 ; Cassar, 2004 ; Schienbacher et al., 2010).

L'étude de Tuomi et al., (2017) sur la comparaison du financement participatif des PME dans quatre pays montrent que les PME utilisant le financement participatif sont plus jeunes et ont une sensibilité au risque plus faible que celle utilisant les financements traditionnels et cela en raison des plus petits montants investis. En effet, dans ce cas de figure, les contreparties ne sont donc pas exclusivement financières comme l'atteste la classification en quatre types communément admis : le don, la contrepartie matérielle, en produit, en partage des bénéfices ou royalties, l'investissement (prise de participation en actions), et le prêt (Vulkan et al., 2016).

Ces PME présentent des niveaux d'engagement financier et d'implications limités (Onnée et al., 2013). Cela pourrait expliquer pour partie le risque d'insolvabilité supérieur des entreprises ayant recours au financement participatif (Walthoof-Borm et al., 2018).

L'étude de Belleflamme et al., (2013) examine les caractéristiques des pratiques individuelles de financement participatif et les facteurs de succès de la collecte de fonds. Premièrement, l'étude montre que les entrepreneurs individuels peuvent mieux adapter leurs initiatives par rapport aux plateformes standardisées. Cela leur permet d'offrir une grande variété de compensations pour la foule, y compris une participation plus active en termes de temps et d'expertise. Ensuite, le financement participatif leur permet d'attirer l'attention sur leur propre entreprise. Cela peut devenir un atout vital, notamment pour les artistes ou entrepreneurs, dans le besoin, pour présenter leur talent et leur produit à la « foule » (en tant que clients potentiels). Dans d'autres cas, c'est une manière unique de valider des idées originales devant un public spécifiquement ciblé. Cela peut à son tour fournir un aperçu du potentiel de marché du produit proposé.

2. Démarche méthodologique

Dans ce point, nous présentons la population et le choix de notre échantillon, les techniques utilisées pour collecter des données, les méthodes de traitement des données, la spécification du modèle ainsi que les mesures des variables et signes attendus.

2.1. Population et échantillon

Cette étude s'intéresse uniquement aux PME de moins de 10 ans œuvrant au Sud-Kivu, précisément dans la ville de Bukavu et la ville d'Uvira, à l'Est de la République Démocratique du Congo, l'accent étant mis sur celles qui utilisent le financement participatif.

La population mère de cette étude est constituée par les PME de la ville de Bukavu et d'Uvira qui se conforment à la réglementation établie par l'administration fiscale et donc, œuvrant dans un cadre professionnel plus ou moins proche du formel. Les statistiques issues de la Division Provinciale de l'Industrie, Petites et Moyennes Entreprises (IPMEA) renseignent qu'il existe 1771 PME parmi lesquelles 450 PME ayant le registre de commerce ont été choisis par un tirage stratifié proportionnel et à choix raisonné.

L'échantillon a été calculé à partir de la formule de Solvin :
$$n = \frac{N}{1+N(e)^2} = \frac{450}{1+450*0,05*0,05} = 211$$
 PME identifiées et enregistrées dans la base des données de l'IPMEA/Uvira. Néanmoins, cet échantillon est divisée en deux groupe : le premier groupe ou groupe d'étude est constitué des PME ayant fait recours au financement participatif (105 PME) et le deuxième groupe constitué des PME (106) qui ont été financé par le financement traditionnel.

Pour des raisons techniques, seules les communes de Ibanda et Kadutu (pour la ville de Bukavu), Mulongwe et Kalundu (pour la ville d'Uvira) ont été couvertes. L'accent placé sur ces populations est justifié par le fait que ce sont les communes où s'exercent les activités commerciales.

2.2. Techniques de collecte des données

La collecte des données a été faite avec la technique documentaire. Les informations nécessaires à la présente étude ont été tirées des articles scientifiques, des rapports annuels et des états financiers disponibles des PME concernées.

2.3. Méthodes de traitement des données

Pour le traitement et l'analyse des données, nous avons utilisé une méthode économétrique (la régression logistique) avec le logiciel Stata17.0. C'est à partir de cette méthode que les principaux déterminants du financement participatif été identifiés.

2.4. Spécification du modèle

Afin d'identifier les facteurs influençant le recours au financement participatif par les PME étudiées, nous employons un modèle de régression logistique présenté en équation (1). Ce modèle mesure la probabilité d'être financé soit par les financements traditionnels, soit par financement participatif.

$$\text{Partfin part} = x_i\beta + \varepsilon_i \quad (1)$$

$$\left(\frac{P_{\text{levee}=k}}{P_{\text{levee}=non}}\right) = \beta_0 + \beta_1 \text{Age} + \beta_2 \text{sexe} + \beta_3 \text{educ} + \beta_4 \text{etciv.} + \beta_5 \text{lieunaiss} + \beta_6 \text{ethn} + \beta_7 \text{indpauvrt} + \beta_8 \text{indactif} + \beta_9 \text{mancredIMF} + \beta_{10} \text{avrisk} + \beta_{11} \text{affassoc} + \beta_{12} \text{CA} \quad (2)$$

La variable dépendante $\left(\frac{P_{\text{levee}=k}}{P_{\text{levee}=non}}\right)$ est qualitative et comporte deux modalités correspondant à deux états K caractérisant des levées de fonds : avoir été financé par les financements traditionnels (K = 1) et avoir obtenu des fonds par financement participatif exclusivement (K = 2). La régression logistique binomiale consiste ici à évaluer l'effet de chaque variable indépendante sur la probabilité de passer du groupe K=1 de référence, correspondant au groupe K=2 des entreprises qui ont eu accès au financement participatif.

Nous obtenons donc deux résultats de régression : les effets des variables sur la probabilité d'être financé par les financements traditionnels (1) et sur la probabilité d'être financé par financement participatif d'autre part (2). En comparant le financement participatif à l'autre forme de financement, (Groupe K=1), nous complétons le test de la hiérarchie des financements tel qu'il a été réalisé par Walthoof-Borm et al., (2018).

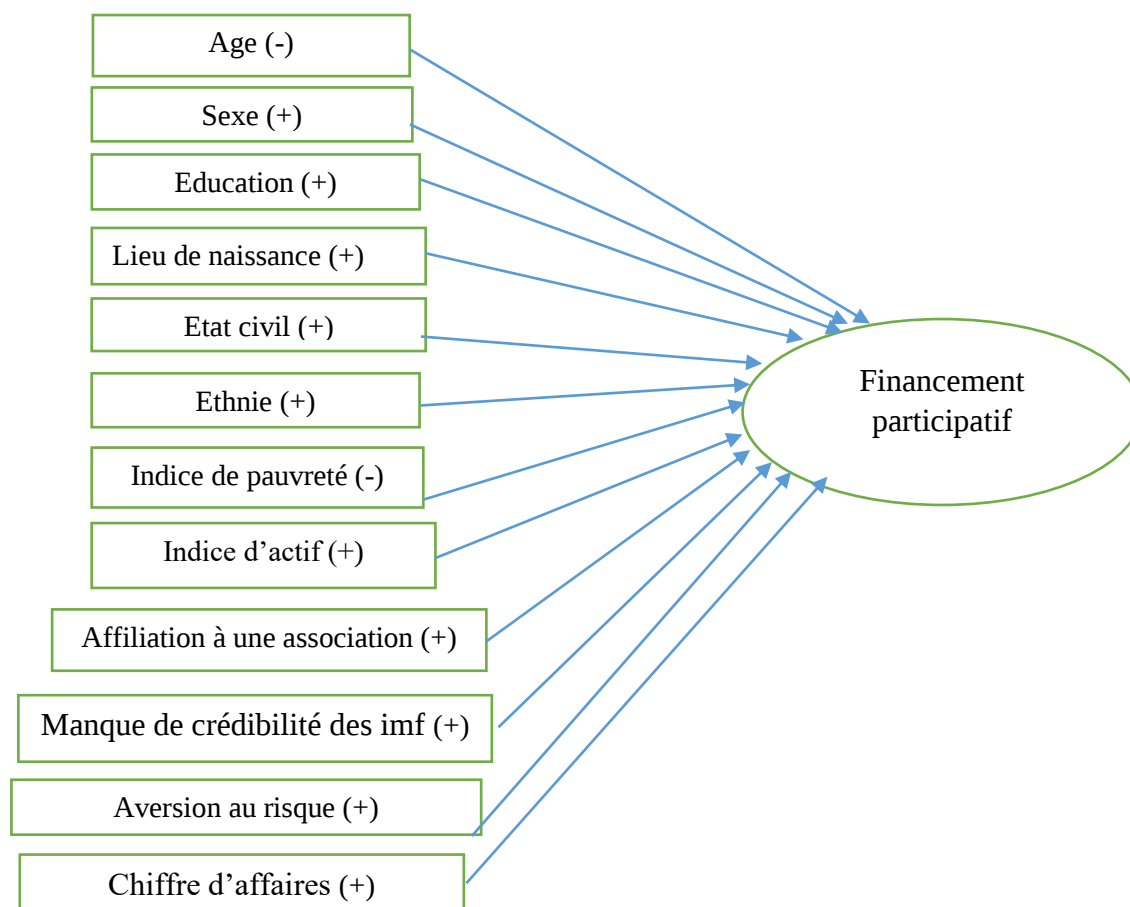
2.5. Mesures des variables et signes attendus

Les mesures des variables retenues dans la présente étude se sont référées à celles qui sont souvent utilisées au niveau de la littérature existante.

Le financement participatif mesuré par FinPart constitue la variable dépendante. Elle capte la prédisposition des propriétaires d'entreprises à s'auto-sélectionner pour le financement participatif. C'est une variable qualitative dichotomique. Elle prend la valeur 1 si l'enquêté fait recours au financement participatif et 0 si non.

La figure ci-dessous reprend les variables explicatives et les signes attendus.

Figure1 : présentation des variables et les signes attendus



Source : auteurs à partir de la revue de la littérature

3. Présentation, interprétation et discussion des résultats

Les résultats se rapportant aux caractéristiques socioéconomiques des enquêtés sont d'abord présentés, ensuite, ceux se rapportant aux déterminants du financement participatif.

3.1. Statistiques descriptives

Le tableau suivant présente les résultats par groupe de l'échantillon issus de la statistique descriptive.

Tableau 1 : Caractéristiques sociodémographiques des entreprises analysées

Variables		financement participatif						autres financements					
		Nombre	Frequence	Pourcentage	cumul	moyenne	Ecart-type	Nombre	Frequence	Pourcentage	cumul	moyenne	Ecart-type
age						39.98095	9.074458					45.22642	11.9549
Sexe	F	105	52	49.52	49.52			106	47	44.34	44.34		
	M		53	50.48	100.00				59	55.66	100.00		
Education	CERT	105	19	18.10	18.10			106	31	29.25	29.25		
	DIP		43	40.95	59.05				38	35.85	65.06		
	GRAD		19	18.10	77.14				17	16.04	81.13		
	LIC		24	22.86	100.00				20	18.87	100.00		
lieu de naissance	VILL	105	48	45.71	45.71			106	58	54.72	54.72		
	URB		57	54.29	100.00				48	45.28	100.00		
Etat civi	M	105	105	105	105			106	106	100.00	106		
	C		0	0	100.00				0	0	100.00		
Ethnie	BE	105	24	22.86	22.86			106	8	7.55	7.55		
	FUL		31	29.52	52.38				35	33.02	40.57		
	RE		6	5.71	58.10				5	4.72	45.28		
	SHI		28	26.67	84.76				15	14.15	59.43		
	VIR		16	15.24	100.00				43	40.57	100.00		
Indice de pauvreté						.74584	.4379	106				.35283	.83719
Indice des actifs						14.1594	4.8353	106				65.9504	3.8563
AFFILASSOC	NON	105	57	54.29	54.29			106	92	86.79	86.79		
	OUI		48	45.71	100.00				14	13.21	100.00		
MCIMF	NON	105	50	47.62	47.62			106	46	43.40	43.40		
	OUI		55	52.38	100.00				60	56.60	100.00		
AVERSIQ	NON	105	41	39.05	39.05			106	64	60.38	60.38		
	OUI		64	60.95	100.00				42	39.62	100.00		
CA						226.32	312.06	106				753.27	899.7

Source : Auteurs à partir des résultats de l'enquête.

Le tableau 1 détaille les statistiques descriptives par groupe et pour l'ensemble de l'échantillon. Les comparaisons intergroupes mettent en évidence des disparités importantes en matière d'indice de pauvreté (74,52% pour le groupe 1 contre 43,77% pour le groupe 2), d'affiliation à une association (45,71% contre 13,21%), de crédibilité dans les institutions de microfinance (52,38% contre 56,60%), de l'aversion au risque (60% contre 39,62%) et du chiffre d'affaires (226,32\$ et 753,27\$).

La comparaison intergroupe du chiffre d'affaires met encore en évidence que les entreprises ayant recours au financement participatif ont un niveau d'activité inférieur avec un chiffre d'affaires moyen de (226,32\$) pour le groupe 1 contre (753,28\$) pour le groupe 2. Un comportement similaire est observé pour le taux d'actif. Les entreprises ayant recours au financement participatif sont caractérisées par un taux d'actif de 14,15 % versus 65,95 %).

Etant donné que nous ne pouvons pas conclure sur base de la statistique descriptive seulement, le paragraphe suivant présente les résultats de la régression logistique multinomiale.

3.2 Régression logistique multinomiale

Le tableau suivant présente les résultats de l'estimation du modèle issue de la régression logistique multinomiale.

Tableau 2 : Résultats de l'estimation du modèle

Variables	FINPART_Enquet			AUTRFIN_Enquet		
	Odd ratio	Stderr.	p>z	Odd ratio	Stderr.	p>z
Age	0,619	-1,463		0,392	0,341	
ETCIV_enquet (M)	0,668	-1,174		0,454	0,142	
D	3,402	1,175		0,943	0,832	
V	1,132	0,041		0,462	0,165	
Sexe_enquet (F)	0,531	0,457		0,463	0,084	
M						
EDU_enquet (Grad)						
Dip	0,564	-0,631		3,849	1,982	
Cert	0,914	-0,432		2,456	1,524	
Lic	0,341	-0,065		2,613	1,345	
Aucun						
Lieunaissa_e_t (VIL)						
URB	7,584	2,992	0,001*	3,171	1,872	0,001*
ETHNIE_Enquet (SHI)						
FUL	2,104	1,473		0,406	1,265	
VIR	7,664	2,605		6,216	1,508	
RE	1,105	0,514		1,295	0,219	
AUTRES	1,175	0,014		0,535	0,124	
MCIMF_enquet						
Oui	0,708	-1,215	0,246***	0,321	-2,111	0,105***
AVERSIQ_enquet						
Oui	0,763	0,037	0,524**	0,516	0,208	0,009**
AFFILASSOC_enquet						
Oui	8,159	2,734	0,008	2,813	1,685	0,002
INDPAUVR	-0,063	0,091	0,909	-1,015	0,175	0,304
INDACTIF	0,275	0,001	1,254***	0,952	0,175	1,853***
CA	0,195	0,033	0,071	0,745	0,945	0,354
_cons	127,86	164,94	0,083	186,894	0,237	0,987
N	105			106		
Wald x²(18dl)	43,13***					
Log likelihood	-96,48					
Pseudo R²	0,18					

Note : _cons estimates baseline odds.

N.B :(*) Significatif au seuil de 1%, (**) Significatif au seuil de 5%, (***) Significatif au seuil de 10%

Source : nos analyses en régression logistique multinomiale

Les facteurs influençant le recours aux modes de financement traditionnel (Groupe 2) sont isolés par comparaison des entreprises ayant fait recours au financement participatif (Groupe 1). Nous obtenons donc deux types de résultats présentés dans le tableau 2 ci-dessus.

Les odds ratios permettent de comparer l'effet de chaque variable indépendante sur la chance d'appartenir au groupe de référence $K=1$ (financement participatif) ou aux groupes $K=2$ (autres financements). Un coefficient supérieur à 1 indique que la probabilité de passer du groupe de référence au groupe traité augmente, tandis qu'elle diminue si le coefficient est inférieur à 1. Plus le coefficient est proche de 1, plus l'effet de la variable sur la probabilité de changement est faible.

Il existe une relation positive significative entre le manque de crédibilité des institutions financières et le recours au financement participatif. Le répondant qui n'a pas confiance aux institutions (odds ratio de 0,708) a plus de chance de faire recours au financement participatif. La perte de confiance est liée aux faillites récurrentes des institutions bancaires du Sud-Kivu ainsi qu'à leurs conséquences néfastes sur le bien-être social des clients. En effet, les épargnants ont perdu tous leurs avoirs placés dans les institutions financières et cela a créé frustration. Ces derniers développent logiquement un comportement de thésaurisation et une méfiance généralisée envers les institutions bancaires. Par conséquent, la faible gouvernance des institutions financières poussent les entrepreneurs-investisseurs à s'orienter vers des structures informelles dans lesquelles ils ont confiance et dans lesquelles ils peuvent réaliser leurs objectifs (Belleflamme et al., 2012 ; Mollick, 2014).

La relation entre l'aversion au risque et le recours au financement participatif est aussi positive et significative. En effet, partant des résultats (0,763) ci-dessus mentionnés, les entrepreneurs faisant recours au financement participatif ont tendance à fuir les risques liés aux crédits bancaires et tous les problèmes qui en découlent (la saisie des biens meubles et immeubles). Ces résultats rejoignent ceux de Colot (2007) et Ziane (2004). La présence d'un signe positif fait rejeter notre hypothèse alors qu'on attendait à un signe négatif.

L'effet l'indice de l'actif sur le recours au financement participatif à l'un ou l'autre mode de financement est similaire et ne permet pas de distinguer véritablement les groupes d'entreprise (0,275 pour le groupe 1 versus 0,952 pour le groupe 2). Il apparaît que les entreprises ayant fait recours au financement traditionnels ont des indices d'actifs supérieur alors que ceux qui ont fait recours au financement participatif ont des actifs plus faibles. Ce

qui justifie en quelque sorte des variations plus remarquables observées entre les groupes en termes de chiffre d'affaires (0,195 pour le groupe 1 et 0,745 pour le groupe 2) et d'aversion au risque (0,763 pour le groupe 1 et 0,516 pour le groupe 2). Ces résultats rejoignent ceux de Balemba et al, (2018) et fait confirmer notre hypothèse.

En matière d'affiliation à une association, les différences sont extrêmement fortes. Ainsi, l'odd ratio de 8,159 nous indique que le taux d'appartenance à une association augmente considérablement la probabilité d'être financés par financement participatif. Cela est justifié par le fait que ce sont les associations locales et non gouvernementales qui encouragent les entreprises à faire recours à ce mode de financement participatif. Cela n'a cependant pas d'effet notable sur le recours au financement participatif (Groupe 2) où le coefficient est de 2,813, la présence d'un signe positif des odds ratio prouve que notre hypothèse est vérifiée.

La différence des chiffres d'affaires est plus considérable lorsqu'il s'agit de se financer par des financements traditionnels (0,745) qu'avec le financement participatif (0,195). Ces résultats sont justifiés par le fait que l'emprunt au financement participatif exige des montants minimes par rapport à ceux du groupe 2. A cela s'ajoute l'aversion du risque : les entreprises financées par financement participatif ne contractent pas beaucoup de montant par peur de ne pas être taxé beaucoup en terme des intérêts et par conséquent, leur chiffres d'affaires sont inférieurs par rapport à ceux du groupe 2. Aussi, l'évolution du CA dépend du nombre de fois où l'entrepreneur reçoit le financement pour faire accroître son activité. Ces résultats corroborent ceux de Matthieu et al, (2019) sur les entreprises françaises confirmant ainsi notre hypothèse.

La relation entre l'indice de pauvreté et le recours au financement participatif est négative (odds ratio de -0,063) et non significative. Néanmoins, le dirigeant qui est caractérisé par un indice de pauvreté élevée a plus d'une chance de faire recours au financement participatif par manque des garanties et autres gages pour obtenir les crédits bancaires. Ces résultats corroborent avec ceux des travaux de Balemba et al, (2018).

Il existe donc une relation positive entre l'effet d'appartenir à une association et le recours au financement participatif. Le répondant qui est affilié à des associations ont plus de chance de faire recours au financement participatif. En effet, les associations facilitent l'échange d'informations et permettent de surmonter les contraintes de crédit auxquelles sont confrontés les entrepreneurs (Zheng et al., 2014, Giudici et al., 2013). Par conséquent, le gestionnaire qui

dispose d'un nombre élevé d'amis et des frères peut facilement s'adapter de financement participatif aux conditions du marché local. La participation des frères et d'amis au financement participatif accroît la confiance mutuelle et renforce l'associativité où les personnes se connaissent et où les intérêts des uns et des autres convergent (Guerzoni et al., 2016).

Le résultat sur le lieu de naissance montre que le répondant qui est né en ville a plus de chance de participer au financement participatif (7,584) que ceux du groupe 2 (odds ratio de 3,171). Ces résultats sont expliqués en partie par la proximité géographique (Gomez et al., 2001 ; Mollick, 2013 ; Aragwal et al., 2010). Mollick (2014) montre par exemple qu'un gestionnaire qui fait recours au financement participatif trouvera le premier soutien auprès des personnes de son entourage (Balemba, 2018). Les non natifs, quant à eux, ont des réseaux sociaux peu denses et ont naturellement tendance à refuser d'adhérer à toute initiative nouvelle, surtout lorsque cette dernière exige une contribution pécuniaire. Ils préfèrent recourir à d'autres sources de financement au motif qu'ils seraient victimes d'asymétrie d'information (Belleflamme et al., 2015 ; Agrawal et al., 2013).

Les résultats confirment que l'appartenance ethnique permet d'accéder facilement aux informations et aux ressources financières (Heilbrunn et al., 2008). Freeland et al., (2016) corroborent cet argument en affirmant qu'aux États-Unis, par exemple, des entrepreneurs hispaniques ne sont prédisposés qu'à accorder des crédits commerciaux à leurs frères au mépris des entrepreneurs issus des autres groupes ethniques, comme les afro-américains (Balemba op cit). Il en est de même pour le cas de notre groupe de référence et groupe traité ou les l'ethnie SHI a été considéré comme variable de référence.

Les résultats de la recherche permettent d'enrichir la discussion autour des questionnements soulevés par Walthoof-Borm et al., (2018) sur la performance. En effet, les entreprises ayant recours au financement participatif sont plus petites, plus risquées en raison d'un endettement supérieur, moins performantes et dotées de moins d'actifs traduisant moins d'innovation que les entreprises financées par le financement traditionnel. Néanmoins, la sévérité de ce constat mérite d'être nuancée. Les entreprises du groupe 2 sont peu différentes de celles du groupe 1 et génèrent moins d'activités ; elles ont en moyenne une structure financière dégradée par rapport à celles financé par d'autres sources de financement.

Conclusion

L'objectif de cette étude est d'identifier les principaux déterminants du financement participatif des PME au Sud-Kivu. Sur la base d'un échantillon de 211 entreprises de moins de 10 ans, nous nous sommes proposés de comparer deux groupes d'entreprises, celles qui ont fait recours au financement participatif et celles financées par d'autres sources de financement. Une méthode économétrique nous a permis d'atteindre cet objectif.

Les résultats prouvent que le recours au financement participatif est dicté par des caractéristiques lieu de naissance et mettent en évidence que les entreprises qui ont recours au financement participatif sont a priori moins attrayantes sur les critères financiers traditionnels, elles sont plus endettées, ont moins d'actifs incorporels et ont des performances moindres en termes de chiffre d'affaires que les entreprises financées par d'autres sources de financement.

Les résultats de la régression logistique ont montré qu'il existe une relation positive entre le recours au financement participatif et l'indice des actifs au seuil de 10%, le manque de crédibilité des institutions financières de la place au seuil de 10% et l'aversion au risque au seuil de 5%, l'ethnie au seuil de 5% et le lieu de naissance au seuil de 1%. L'importance des variables sociodémographiques comme déterminants du recours au financement participatif rappelle que ces variables doivent être mobilisées dans toutes les politiques visant à encourager l'inclusion financière. La relation existante entre le recours au financement participatif et le manque de confiance dans les institutions financières formelles traduit une méfiance manifeste envers les banques et certaines IMF qui n'ont pas su restituer les épargnes de leurs membres. Le financement participatif constitue donc une véritable alternative aux limites actuelles des IMF et des autres institutions informelles.

En dépit de ce constat, il est important de rappeler que le financement participatif se présente comme une alternative aux financements traditionnels et octroie des fonds à des projets qui ne verraient peut-être pas le jour autrement. Néanmoins, notre étude ne permet pas de confirmer cet attribut associé au financement participatif. Des analyses plus qualitatives portant sur la qualité des projets apporteraient des critères d'appréciation complémentaires qui permettraient de confirmer ou d'infirmer le caractère véritablement alternatif du financement participatif.

Ainsi, sur le plan managérial, nos résultats suggèrent de prendre en compte ces différentes principaux déterminants du financement participatif dans l'analyse de la demande de prêts des entreprises du Sud-Kivu.



Bien que cette étude aboutisse à des résultats satisfaisants sur le plan scientifique, elle souffre toutefois de deux limites principales : (1) les peu de variables utilisées devraient être complétées et l'échantillon devrait être accru. (2), l'étude n'a porté que sur deux sites revêtant une caractéristique particulière : la ville. Ce qui pourrait limiter la portée et la généralisation des résultats. Une recherche future ciblant à la fois des PME urbaines et rurales permettrait de comparer les résultats. (3) des analyses longitudinales sur la situation financière avant et après obtention des financements permettraient de lever le voile sur l'usage des fonds et le comportement potentiellement prédateur de certaines entreprises sur la foule. Cela favoriserait en outre l'établissement d'une taxinomie des entreprises recourant au financement participatif.

Références bibliographiques.

- Agrawal, A., Catalini, C. et Goldfarb, A. (2015). Crowdfunding: geography, social networks, and the timing of investment decisions. *Journal of Economics & Management Strategy*, 24(2), 253-274.
- Ahlers, G., cumming, D., Günther, C., Schweizer D. (2015). Signaling in Equity Crowdfunding, *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 39, 955-980.
- Assadi, D. (2015). *Strategic Approaches to Successful Crowdfunding*, IGI Global, Hershey, PA, 2-24.
- Balemba et al., (2018). « Les déterminants du crowdfunding hors ligne : une étude empirique sur les entrepreneurs et investisseurs potentiels à Bukavu », *Innovation*, 206-225.
- Belarouci M., Fonrouge C. and Valérie F., (2019). Caractéristiques des jeunes entreprises innovantes ayant recours au financement participatif : approche comparative selon les modes de levées de fonds, 24-47.
- Belleflamme P., Lambert T. et Schwienbacher A., (2013). « Individual Crowdfunding Practices », *Venture Capital : an International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 15, n° 4, 29(5), 585-609.
- Ben Yakour S. (2024). La compétence entrepreneuriale : Conceptualisation et modélisation théorique. *Revue Francophone*, 2(4). Consulté à l'adresse <https://revuefrancophone.fr/index.php/home/article/view/47>
- Bessière, V., et Stéphany, É. (2014). Le financement par crowdfunding, *Revue française de gestion*, 5(242), 149-161.
- Bidubula, G. (2010). *Etat des lieux des mutuelles de solidarité au Sud-Kivu, RDC*, Groupe de Recherche en Appui à la Politique, Belgique 12-19.
- Bouman, F. J. A. (1995). Rosca: On the Origin of the Species, *Savings and Development*, 19(2).
- Bruton G., Khavul S., Siegel K. et Wright M. (2015). « New Financial Alternatives in Seeding Entrepreneurship, *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 39, n°1, 9-26.
- Cenni, S., Monferrà, S., Salotti, V., Sangiorgi, M., Torluccio, G. (2015). Credit Rationing and Relationship Lending: Does Firm Size Matter? *Journal of Banking and Finance* 123-145.

Cielpy S., et Nadant A.L.L (2016). Le Crowdfunding : modèle alternatif de financement ou généralisation du modèle de marché pour les Start-up et les PME ? Revue d'Economie financiere, N°122, p.255-272.

Diéguez-Soto, J., Julio, P. L.-D. and RojoRamírez, A. (2015). Identifying and classifying family businesses. Review of Managerial Science 32-68.

Dushnitsky, G., Guerini, M., piva, E., Rossi-Lamastra, C. (2016). Crowdfunding in Europe: Determinants of Platform Creation Across Countries, Management Review, 58(2).

Fadoua A. (2017). Sources De Financement Des Petites Et Moyennes Entreprises (PME) Et Contraintes De Survie, 18-24.

Galibaka, G. et Kangoye, T., (2014). Améliorer la Compétitivité en Afrique par le Développement des Infrastructures Rapport Pays : Sénégal. Série de documents de travail N° 207, Tunisie.

Gerber E. M., Hui J. S. et Kuo P. Y. (2012). « Crowdfunding: Why People Are Motivated to Post and Fund Projects on Crowdfunding Platforms », Northwestern University, Creative Action Lab, Working Paper.

Glémain P. et Cuénoud T. (2014). « Finance solidaire et finance participative – Un effet réseau induit par des « convictions coopératives » différenciées ? », 14e Rencontres du RIUESS, mai, Lille.

Haidara A. & Kone B. (2022).« Analyse des déterminants traditionnels de la structure financière des entreprises maliennes du secteur des bâtiments et travaux publics (BTP) », Revue Française d'Economie et de Gestion, « Volume 3 : Numéro 5 » pp : 435-449 : <https://revuefreg.fr/index.php/home/issue/archive>

Harrison R. (2013). « Crowdfunding and the Revitalisation of the Early Stage Risk Capital Market: Catalyst or Chimera? », vol. 15.

HILMI, Y. (2024). Contrôle de gestion dans les banques islamiques: Une revue de littérature. Recherches et Applications en Finance Islamique (RAFI), 8(1), 23-40.

Hornuf L. et Schwienbacher A. (2014). « Crowdinvesting – Angel Investing for the Masses? », Handbook of Research on Venture Capital, vol. 3, Business Angels.

INFODEV (2013). Crowdfunding's Potential for the Developing World, Finance and Private Sector Development Department, Washington, DC, World Bank.

Kim K. et Viswanathan S. (2014). « The Experts in the Crowd: the Role of Reputable Investors in a CrowdfundingMarket », TPRC41: the 41st 23-45.

Ledgerwood J. (1998). Microfinance Handbook: an Institutional and Financial Perspective, The World Bank.

Matthieu B., Cécile F. et Valérie F., (2019). Caractéristiques des jeunes entreprises innovantes ayant recours au financement participatif : approche comparative selon les modes de levées de fonds.

Moss, T.W., Neubaum, D.O. et Meyskens, M. (2015). The effect of virtuous and entrepreneurial orientations on microfinance lending and repayment: a signaling theory perspective. Entrepreneurship Theory and Practice 39(1), 27-52.

Munyanyi, W., Mapfumo, A. (2016). Factors Influencing Crowdfunding Plausibility in Post Hyperinflationary Zimbabwe, Journal of Entrepreneurship and Business Innovation 3(1),18-28.

Nzeyimana. L & al (2022). « les déterminants du risque de liquidité bancaire : une étude empirique sur les banques commerciales burundaises », Revue Française d'Economie et de Gestion « Volume 3 : Numéro 12 » pp : 257 – 276 :<https://revuefreg.fr/index.php/home/issue/archive>:

Onnée, S. et Renault, S. (2013). Le financement participatif : atouts, risques, et conditions de succès. Gestion 28(3), 54-65.

Renaud, A. (2009). Les outils d'évaluation de la performance environnementale : audits et indicateurs environnementaux, Strasbourg: CD ROM hlshs-00459153.

Renault, S. (2016b). Le crowdsourcing au service de la collecte d'informations marketing : le cas Clic and Walk. Innovations 3(129), 45-57.

Rifkin J. (2014). La nouvelle société du coût marginal zéro, Les Liens qui libèrent 66(5), 688-701.

Schwienbacher A. et Larralde B. (2012), « Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures », in The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance, Oxford University Press_id=1699183 .

Schwienbacher, A. (2017). Entrepreneurial risk-taking in crowdfunding campaigns, Small Business Economics, forthcoming.

Schwienbacher, A. et Larralde, B. (2010). Crowdfunding of small entrepreneurial ventures. Working paper, 23 p. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1699183.

Tuomi, K. et Harrison, R.T. (2017). A comparison of equity crowdfunding in four countries: implications for business angels. Strategic Change 26(6), 609-615.

Vulkan, N., Astebro, T.B. et Sierra, M.F. (2016). Equity crowdfunding: a new phenomena. Journal of Business Venturing Insights 5, 37-49.

Walthoff-Born, X., Schwienbacher, A. et Vanacker, T. (2018). Equity crowdfunding: first resort or last resort? Journal of Business Venturing 34(13), 513-533.

Zhang, X. (2014). Co-financing Green Development with Crowds-Exploring the Potential of Crowdfunding, A presentation prepared for SWITCH Asia Webinar Series on Green Financing, Sep.12, World Bank 142-193.