

LA PERFORMANCE OPÉRATIONNELLE A LONG TERME DES FUSIONS ET ACQUISITIONS: UN ETATS DE LIEUX

Par

Hicham SBAI

**Professeur à l'ENCG d'El Jadida, Université Chouaib
Doukkali.**

Résumé

L'objectif de cet article est de présenter une synthèse des études récentes portant sur la performance des fusions et acquisitions. La particularité de ces travaux est d'analyser à nouveaux les principaux résultats obtenus, en travaillant sur la base des études utilisant les cash flows d'exploitation comme indicateur de mesure. Cet article vise aussi à répertorier et confronter des travaux réalisés sur la performance opérationnelle post-acquisition. Il a pour objectif de mettre en évidence les points de convergence de ces recherches et de tenter d'expliquer les divergences observées. Pour ce faire, nous avons sélectionnés les travaux récents.

Mots clés : Fusion & acquisition, performance opérationnelle, facteurs explicatifs, conseil d'administration

Abstract

The purpose of this article is to present a summary of recent studies on the performance of mergers and acquisitions transactions. The particularity of this work is to re-analyze the main results obtained, working on the basis of studies using operating cash flows as an indicator of measurement. This article also aims to identify and compare work carried out on post-acquisition operational performance. It aims to highlight the points of convergence of this research and to try to explain the divergences observed. To do this, we have selected recent work.

Keywords: Merger & acquisition, operating performance, explanatory factors, board of directors.

Introduction

Les fusions- acquisitions¹ sont un champ d'investigation important de la recherche en finance. La performance de ces opérations soulève toujours autant d'interrogation. Actuellement, avec un regain de croissance des opérations de F&A², la mesure de leurs impacts demeure d'autant plus essentielle. De nombreuses études ont tenté de déterminer si les fusions et acquisitions sont profitables. Les nombreuses recherches réalisées sur ces opérations font état de résultats plutôt mitigés avec les taux d'échec rapportés dans la littérature sont estimés entre 50 à 70 % selon certaines études (Cartwright et Cooper, 1993 ; Ravenscraft et Scherer, 1987), les travaux les plus récents évaluent ces taux d'échec autour de 45 à 50 % (Schoenberg, 2006). Les risques d'échec sont accentués dans les opérations transfrontalières à cause des difficultés organisationnelles (Demeure, 2000 ; Habeck et al., 2001). En moyenne, on constate une baisse de la performance économique après la réalisation d'opérations de F&A ou au mieux une faible amélioration des performances (Trautwein, 1990). Suite aux opérations de F&A, les entreprises ont tendance à perdre des parts de marché. Cette tendance est d'autant plus vraie que l'on parle de F&A conglomerale. Elle est moins nette lorsqu'il s'agit d'opérations de type horizontal (Mueller, 1985 ; Baldwin et Gorecki, 1990). Par ailleurs, d'autres études montrent que la croissance interne s'avère plus rentable sur le long terme que la croissance externe (Diskerson et al., 1997). Ces résultats ont été obtenus, en analysant l'évolution de la performance avant et après une opération du rapprochement. Il faut noter que Healy et al. (1992) obtiennent des résultats différents, en comparant l'évolution de la performance opérationnelle post-fusion des entreprises ayant mené une fusion à l'évolution moyenne mesurée à partir d'un benchmark constitué d'un échantillon de firmes appartenant à des secteurs d'activités similaires. Leur étude concerne les 50 plus grandes fusions réalisées aux États Unis pendant la période 1979-1984 et montrent que les firmes fusionnées obtiennent des ratios significativement plus élevés que l'industrie dans la période post-fusion pour quatre années sur cinq. Ils concluent qu'il y a une amélioration significative de la performance des entreprises fusionnées post-acquisition. Cette amélioration significative de la performance opérationnelle des entreprises acquéreuses postérieurement à l'acquisition a été confirmée par Linn et Switzer (2001) ; Heron et Lie (2002) ; Rahman et Limmack (2004) et par Yeh et André (2010). Malgré des résultats plutôt décevants, ce type de regroupement d'entreprises suscite toujours l'engouement des marchés.

¹ Appelées aussi (F&A) ou M&A pour Mergers and Acquisitions.

² D'après Thomson Reuters, 4600 milliards de dollars de fusions et acquisitions ont été annoncées en 2015, soit 4195 milliards d'euros.

L'intérêt de notre étude est double. En mettre en évidence les points de convergence de ces recherches et de tenter d'expliquer les divergences observées. A notre connaissance, elle est la première à présenter une revue de littérature sur les travaux de l'impact des F&A sur la performance opérationnelle à long terme. En effet, les études précédentes (Navatte et Schier, 2008 ; Sbai, 2017) se sont surtout intéressées de présenter une synthèse des études récentes portant sur la performance boursière à court et à long terme des fusions et acquisitions. La première section de cet article explore les conséquences des F&A sur la performance opérationnelle post-acquisition et sa source d'amélioration ou de sa détérioration. La technique la plus fréquemment utilisée est celle du pairage qui consiste à comparer les résultats des entreprises ayant réalisé une opération de croissance externe avec ceux d'un échantillon de firmes comparables (en termes de secteurs d'activité, de taille et de performance passée) n'ayant pas optés pour ce choix. L'objet de ces études est d'identifier si, en moyenne, les opérations de rapprochement améliorent ou pas les résultats de la firme acquéreuse. L'analyse de la performance économique et comptable revient à comparer avant et après l'opération de F&A, à partir de l'évolution d'indicateurs de performance. Parmi les indicateurs les plus utilisés, on retrouve la rentabilité économique, la rentabilité financière, l'évolution des ventes, la productivité. La deuxième section de cet article s'intéresse aux caractéristiques de ces opérations, de l'entreprise acquéreuse et les caractéristiques de son conseil d'administration. En particulier, sont étudiés les résultats récents concernant le mode de paiement, la taille relative de la cible, la similarité des secteurs d'activité, le caractère transfrontalier, l'attitude hostile des dirigeants, le niveau de liquidité et d'endettement pré-acquisition, la taille du conseil d'administration, l'indépendance de membre d'administration et le cumul des fonctions.

1. La mesure de la performance

La mesure de la performance des opérations de F&A peut être analysée sous différents angles : la performance boursière à l'annonce de l'opération et/ou à long terme (Andrade et al, 2001 ; Dutta et Jog, 2009), et la performance comptable et / ou opérationnelle à long terme (Healy et al., 1992). La première école de pensée, privilégie la mesure de la performance au travers de l'impact de l'opération de croissance externe sur l'évolution du cours boursier des actions de l'acquéreur et la cible. Cette approche utilise principalement la méthodologie de l'étude d'événement. Cette approche est fondée sur l'hypothèse d'efficience des marchés. Selon cette école, le marché anticipe immédiatement les effets de l'opération de croissance externe dès l'annonce de l'opération et incorpore dans le prix des actions les effets attendus en termes de création de valeur pour l'actionnaire. Cette méthodologie a été fortement mobilisée par les

premières études s'intéressant aux impacts sur la rentabilité anormale lors de l'annonce d'une F&A. En revanche, son utilisation pour étudier l'effet de ces opérations du rapprochement sur la performance boursière à long terme est plus contestée.

La seconde école, représentée par les tenants de l'économie industrielle, privilégie la mesure directe à partir de données comptables et financières des entreprises. Cette méthode repose sur une méthode traditionnelle appelée la technique du pairage. Elle compare l'évolution des indicateurs de performance avant et après une opération de F&A à celle d'entreprises similaires n'ayant pas opté pour l'opération de F&A durant la période analysée. Ces entreprises similaires sont constituées de firmes comparables (comparables en termes de secteur d'activité, taille, performance passée) qui vont permettre de déterminer si les F&A conduisent à des performances supérieures ou inférieures à celles qui auraient été constatées sans la réalisation des rapprochements d'entreprises. Parmi les études empiriques sélectionnées qui utilisent cette approche, la majorité emploient cash flows opérationnels comme inducteur de mesure³.

Au sein de deux approches de mesure de la performance, plusieurs méthodes d'évaluation sont recensées : dès lors, au vu de cette multiplicité et *« malgré les nombreuses recherches effectuées, il n'existe aucun consensus, selon les disciplines, concernant les critères de mesure de la performance d'une acquisition »* (Zollo et Meier, 2008, p.55).

1.1. Les résultats issus de l'étude de performance opérationnelle à long terme

La majorité des études empiriques sur la performance opérationnelle à long terme a été réalisée sur le marché américain et anglais, ces études aboutissent à des résultats mitigés, comme l'illustre le tableau 1. La première étude ayant analysé la performance opérationnelle à long terme des entreprises fusionnées remonte aux travaux de Healy et al. (1992). Ces auteurs montrent que les firmes fusionnées obtiennent des ratios significativement plus élevés que l'industrie dans la période post-fusion pour quatre années sur cinq. Ils constatent une amélioration de la performance des entreprises après la fusion. De plus, la performance annuelle médiane des années 1 à 5 est positive et significative à 2,8%, tandis qu'elle est inférieure et non significative pour les années -5 à -1 à 0,30%. Les auteurs en concluent encore une fois qu'il y a une amélioration significative de la performance des entreprises fusionnées post-acquisition. Cette amélioration significative de la performance opérationnelle des entreprises acquéreuses postérieurement à l'acquisition a été confirmée par Linn, Switzer

³ Kiger et Williams (1977), Robinson (1991), et Brief et Peasnell (1996) soulignent que l'utilisation de cash flows opérationnels comme inducteur permet d'éviter les biais spécifique liés à la comptabilisation du goodwill ou aux changements de politique d'amortissement.

(2001) ; Heron et Lie (2002) ; Rahman et Limmack (2004) ; Yeh et André (2007) ; et par Dutta et Jog (2009). Ces résultats n'ont pas été globalement confirmés par des études ultérieures menées à partir d'échantillons plus importants, et sur des périodes plus longues. L'étude de Dickerson, Gibson et Tsakalotos (1997) portant sur 1433 opérations au RU pendant la période 1948-1977 ne confirme pas une amélioration significative de la performance post-acquisition.

Tableau 1 : Synthèse des études empiriques sur la performance économique et comptable à long terme

Auteurs	Mesures de la performance	Résultats
Hoshino (1982)	Valeur nette/TA, coefficients de liquidités, ratio d'endettement, taux de rotation et résultat net/TA	-échantillon de 15 fusions : hausse des liquidités, mais baisse de la rentabilité et hausse du risque après une fusion -échantillon de 90 fusions : résultats, en moyenne, supérieurs pour les entreprises fusionnées par rapport à des entreprises d'une même industrie
Healy et al., (1992)	Cash-flows opérationnels	Amélioration de la performance post-fusion : cash flows supérieurs à ceux constatés dans les secteurs d'activités des entreprises.
Cornett et Tehranian (1992)	Cash-flows opérationnels	Performance des banques fusionnées supérieure à celle de l'industrie bancaire.
Opler et Weston (1993)	Cash-flows opérationnels	Détérioration de la performance post-fusion : cash flows inférieur à ceux constatés dans les secteurs d'activités des entreprises.
Switzer (1996)	Cash-flows opérationnels	Amélioration de la performance post-fusion : cash flows supérieurs à ceux constatés dans les secteurs d'activités des entreprises.
Dickerson et al. (1997)	Bénéfice net	Détérioration de la performance post-fusion : bénéfice net inférieur à ceux constatés dans les secteurs d'activités des entreprises.
Ghosh (2001)	Cash-flow opérationnels, marge bénéficiaire, earnings per share, ROA ROE	Pas d'amélioration significative de la performance opérationnelle post-acquisition
Yeh et Hoshino (2001)	Revenu net, résultat d'exploitation	Une détérioration de la performance opérationnelle après les F&A
Sharma et Ho (2002)	Cash-flows opérationnels, marge bénéficiaire, earnings per share, ROA ROE	Pas d'amélioration significative de la performance opérationnelle après une F&A
Heron et Lie (2002)	Résultat d'exploitation	Une amélioration de la performance opérationnelle post-acquisition

Kruse, Park, Park et Suzuki (2003)	Cash-flows opérationnels	Une détérioration de la performance opérationnelle post-acquisition
Rahman et Limmack (2004)	Cash-flows opérationnels	Performance opérationnelle, à 5 ans, supérieure pour les acquisitions par rapport à entreprise de contrôle (sélectionnée sur la base de secteur d'activité et la taille)
Powell et Stark (2009)	-Cash-flows opérationnels - Cash-flows opérationnels ajustés à la variation du BFR	Pas d'amélioration de la performance opérationnelle post-acquisition
Dutta et Jog (2009)	Cash-flows opérationnels	- Amélioration de la performance post-fusion : cash flows supérieurs à ceux constatés dans les secteurs d'activités des entreprises. - Détérioration qui n'est pas significative de la performance : cash flows inférieurs à ceux constatés dans les entreprises de contrôles (taille et ratio BTM)
Sbai (2009)	Résultat d'exploitation, résultat d'exploitation ajusté à la variation du BFR	Pas d'amélioration de la performance opérationnelle post-acquisition
Yen et André (2010)	Résultat d'exploitation	Amélioration de la performance post-fusion : la performance opérationnelle est supérieure à celles constatés dans les entreprises de contrôle (secteur, taille et performance passée)

1.1. L'analyse des sources du résultat

Healy et al. (1992) ont également voulu déterminer la source de l'amélioration de la performance opérationnelle post-fusion. En effet, une hausse du flux de trésorerie d'exploitation peut provenir de changements dans la politique d'exploitation (hausse des marges bénéficiaires, hausse de la rotation des actifs, baisse du nombre d'employés et donc des charges qui y sont reliées) ou encore, dans la politique d'investissement (baisse des dépenses en équipements, ventes d'actifs, baisse des dépenses de R&D). Ces auteurs ont trouvé que l'amélioration de la performance post-acquisition serait due à une productivité accrue des actifs. Il n'y aurait pas de preuve d'une baisse des dépenses soit d'équipement, soit de R&D après les fusions. D'après eux, l'amélioration de la performance ne proviendrait donc pas de politiques venant mettre en péril la viabilité à long terme des entreprises fusionnées. Ces résultats sont confirmés par Cornett et Tehranian (1992). En revanche, Rahman et Limmack (2004), ces auteurs trouvent que l'amélioration de performance provient à la fois d'une augmentation de la rentabilité commerciale et d'une productivité accrue des actifs (augmentation de rotation des actifs). Ils constatent aussi une augmentation des dépenses en

capital ou en équipements ce qui indique que l'entreprise n'a pas sacrifié ses investissements à long terme dans un souci de rentabilité à court terme. Sur le marché français, Sbai (2009) a examiné la performance opérationnelle de prise de contrôle des entreprises acquéreuses françaises entre 1998 et 2003 et sa source. L'ensemble des résultats obtenus suggère que l'amélioration de la performance opérationnelle post-acquisition des entreprises acquéreuses est dictée par une augmentation de la productivité des actifs et par une baisse du nombre d'employés. Au contraire, il n'existe pas de preuve d'une baisse significative des dépenses soit d'équipement, soit de R&D après l'OPA/E.

Tableau 2 : Etudes empiriques menées sur la performance opérationnelle

Auteur (s)	Sources de la performance
Healy, Palepu et Ruback (1992)	Hausse de la productivité des actifs Pas de réduction du capital et des investissements en R&D à long terme, qui sont proches de ceux réalisés dans le secteur
Cornett et Tehranian (1992)	Hausse de la capacité à attirer les liquidités et les demandes de prêts, de la productivité des employés et de la rentabilité des actifs
Rahman et Limmack (2004)	Amélioration de la performance grâce à la hausse de la rotation des actifs et de la marge opérationnelle Hausse des investissements : non mise en danger de la pérennité de l'entreprise
Sbai (2009)	Amélioration de la performance grâce à l'augmentation de la productivité des actifs et la baisse du nombre d'employés Pas de preuve d'une baisse significative des dépenses soit d'équipement, soit de R&D

2. Les caractéristiques des opérations de F&A

Les résultats observés diffèrent en fonction du type d'opération mise en œuvre. Les facteurs pris en compte sont liés à la nature de l'opération, au degré de proximité sectorielle entre la cible et l'acquéreur, au niveau d'endettement et de liquidité pré-acquisition, au mode de paiement de l'acquisition et à la composition du conseil d'administration.

2.1. La méthode de paiement

Le mode de paiement des F&A comporte trois grandes alternatives : espèces, échange d'action ou mixte. L'impact du choix de mode de paiement sur la performance est très certainement une des questions qui a le plus intéressé les chercheurs travaillant sur les opérations de rapprochement. De très nombreuses théories et de très nombreux modèles sont été développés par les chercheurs, à la fois pour expliquer le choix de la méthode de paiement mais également son impact sur la performance. Les modèles d'asymétrie informationnelle ont été développés par Hansen (1987) et Fishman (1989) et s'appuient sur les travaux de Myers et Majluf (1984). Ces modèles prédisent donc une réaction positive du marché à l'annonce d'une offre en cash et une réaction négative à l'annonce d'une offre en actions. Les tests empiriques

ont montré que le mode de paiement est un facteur explicatif de la performance opérationnelle à long terme. Plusieurs études telles que celle de Ghosh et Ruland (1998), Linn et Switzer (2001), Megginson et al. (2004), Moeller et Schlingeman (2005) montrent une relation positive et significative entre l'amélioration de la performance opérationnelle à long terme et le paiement en espèces. Bien que Healy et al. (1992), Sharma et Ho (2002), Powell et Stark (2005), Martynova et al. (2007), qui ne révèlent pas une relation significative entre le mode de paiement et la performance opérationnelle post-acquisition des entreprises fusionnées. En France, Sbai et Sahib Eddine (2016) mettent en évidence un impact non significatif du choix de paiement sur la performance opérationnelle post-acquisition.

2.2. La proximité des secteurs d'activité

Les recherches portant exclusivement sur le degré de proximité des activités se sont concentrées sur la comparaison des performances enregistrées par les opérations de recentrage et par celles de diversification. Healy et al. (1992,1997) trouvent que les gains en synergie et l'amélioration de productivité sont plus forts que le degré de similitude entre les activités des entreprises impliquées dans les regroupements est élevé. En revanche, Ghosh (2001) et Kruse et al. (2003) trouvent que la performance opérationnelle des acquisitions conglomerates surpasse les acquisitions horizontales. Cependant, la majorité des études empiriques ne trouvent pas de lien significatif entre la similarité des activités et la performance opérationnelle post-acquisition (Linn et Switzer, 2001 ; Sharma et Ho, 2002 ; Powell et Stark, 2005 ; Martynova et al. 2006 ; Sbai et Sahib Eddine, 2016).

2.3. La taille relative de la cible

La taille relative de la cible peut avoir deux effets sur la performance. L'acquisition des cibles relativement grandes peuvent mener à la réalisation d'économies d'échelle, conduisant donc à une amélioration de la performance post-acquisition. Toutefois, une acquisition d'une grande cible peut mener à un échec d'intégration de l'entreprise cible, qui pourrait mener à une détérioration de la performance post-acquisition. Il existe des preuves empiriques à l'appui de deux constatations. Switzer (1996) et Linn et Switzer (2001) trouvent que la performance post-acquisition des acquisitions de grande taille surpasse celle des acquisitions de petite taille, alors que Clark et Ofek (1994) et Yen et André (2007) montrent que l'acquisition d'une cible relativement grande conduite à une détérioration de la performance post-acquisition. Toutefois, la majorité des études ne soulignent l'absence l'influence de la taille relative de la cible sur la performance opérationnelle post-acquisition (Healy et al., 1992 ; Sharma et Ho, 2002 ; Heron et Lie, 2002 ; Powell et Stark, 2005 ; Carline et al., 2009 ; Sbai et Sahib Eddine,2016).

2.4. Le niveau d'endettement et de liquidité pré-acquisition

Selon la théorie d'agence, l'endettement joue un rôle disciplinaire pour aligner le comportement déviant des dirigeants. En effet, Jensen (1986) et Stulz (1990) montrent que le paiement régulier des intérêts et le remboursement que l'endettement implique permettent de limiter les pratiques aberrantes des dirigeants. De manière similaire, Grossman et Hart (1982) suggèrent que la dette constitue un stimulant pour les dirigeants afin d'adopter une gestion efficace et de prendre de bonnes décisions d'investissement. Les résultats sur la relation entre le niveau d'endettement et la performance opérationnelle sont mitigés. Harford (1999), Ghosh et Jain (2000), Kang et al. (2000) et Yen et André (2007) démontrent une relation positive entre un endettement élevé et la performance post-acquisition, alors que Clark et Ofek (1994), Switzer (1996), Linn et Switzer (2001) et Sbai et Sahib Eddine (2016) ne trouvent pas de relation significative entre un endettement élevé et la performance opérationnelle post-acquisition.

Jensen (1988), les entreprises acquéreuses disposant un niveau élevé de flux de trésorerie disponible sont plus susceptibles d'être impliqué dans les mauvaises acquisitions, et par conséquent peut conduire une contre performance post-acquisition. Les travaux empiriques de Harford (1999), de Moeller et Schlingemann (2004), de Yen et André (2010) et de Sbai et Sahib Eddine (2016) confirment cette hypothèse. En revanche, Marytona et al. (2007) ne révèlent aucune différence significative entre la performance des entreprises détenant un niveau de liquidité élevé et celles avec un niveau de liquidité faible.

2.5. Le caractère transfrontalier

Dans le cadre des F&A transfrontalières, les entreprises acquéreuses et cibles peuvent tirer profit des avantages compétitif des entreprises, les avantages comparatif des pays d'accueil⁴ et aussi de la possibilité d'internaliser les actifs incorporels, notamment les R&D (Morck et Yeung, 1992 ; Eun et al., 1996) et aussi par l'accroissement de la part de marché à l'étranger. En tant que telle, on s'attend que la performance des F&A transfrontalières surpasse celle des F&A domestiques. Dans ce sens, Morosini et al. (1998), Larsson et Riesberg (1998) trouvent que les F&A transfrontalières tendent à avoir plus de succès que les F&A domestiques. Alors que, Demeure (2000), Habeck et al. (2001) concluent que le taux d'échec des F&A est élevé et les risques d'échec sont accentués dans les opérations transfrontalières à cause de difficulté

⁴ Mucchielli (1992) souligne que les avantages compétitifs des firmes s'appuient en partie sur les avantages initiaux des pays d'origine, à savoir sur les caractéristiques de son offre (niveau technologique global, qualification de la main d'œuvre, structure concurrentielle de son économie) et sur les caractéristiques de sa demande intérieure. De même, les avantages comparatifs du pays d'accueil comprennent outre les coûts comparés (coût de production plus faible), les effets relatifs à la taille ainsi que la dynamique des demandes nationales et étrangères.

organisationnelle qui rendent le processus d'intégration particulièrement difficile. Les travaux de Moeller et Schingemann (2003), Martynova et al. (2006) trouvent que les F&A transfrontaliers connaissent un déclin de la performance post-acquisition. Enfin, Gugler et al. (2003) et Sbai et Sahib Eddine (2016) ne trouvent aucune relation significative entre la performance post-acquisition et les F&A transfrontalières.

2.6. La composition du conseil d'administration

La F&A est une décision stratégique dans laquelle les acteurs clés sont le président directeur général (PDG) et le conseil d'administration. Le PDG joue généralement un rôle décisif dans la formulation et la mise en œuvre de la stratégie d'acquisition y compris dans l'identification de l'entreprise cible. Pour sa part, le conseil d'administration doit approuver l'acquisition et les conditions financières qui l'entourent. La composition du conseil d'administration examinée par les études antérieures est la taille du conseil d'administration, le cumul des fonctions, et l'indépendance des membres du conseil d'administration.

2.7.1. La taille du conseil d'administration

Conformément à la théorie d'agence, la taille élève du conseil d'administration favorise sa domination par les dirigeants et crée éventuellement des conflits d'intérêts entre les administrateurs et les managers, ce qui engendre un conseil fragmenté, inefficace et présentant des difficultés pour aboutir à un consensus concernant les décisions importantes (Jensen, 1993). Yermack (1996) a montré une relation négative entre la taille du conseil et la valeur de l'entreprise, à cause de la difficulté de communication et des coûts élevés lors de la prise de décisions communes. En outre, les marchés réagissent positivement suite à l'annonce de la réduction de la taille du conseil, de même, une décisions d'agrandir le conseil réduit la valeur boursière de l'entreprise (Eisenberg et al. 1998). En revanche, Pearce et Zahra (1992) trouvent que les entreprises ayant un conseil d'administration de grande de taille réalisent de meilleures performances. Ce même résultat est confirmé par Dalton et al. (1999) qui montrent que cette relation positive entre la taille du conseil et la performance des entreprises est plus intense pour les petites entreprises. Dans le contexte des F&A, Yen et André (2007) et Carline et al. (2009) trouvent une relation négative et significative entre la variation de la performance opérationnelle et la taille du conseil d'administration.

2.7.2. L'indépendance des membres du conseil d'administration

Fama et French (1983) considèrent que la présence d'administrateurs indépendants au sein du conseil augmente l'efficacité de ce dernier dans le contrôle et la limitation de l'opportunisme des dirigeants puisque ces administrateurs sont essentiellement guidés par la protection des intérêts des actionnaires et la maximisation de la valeur de l'entreprise. Les résultats de

nombreuses études montrent que le degré de représentant externe influe positivement sur la performance des entreprises. Cependant, certaines études comportent des résultats non concluants (Rechner et Dalton, 1986 ; Rosenstein et Wyatt, 1990,1997 ; Bhagat et Black, 2000) ou contradictoires (Basyinger et Butler, 1985 ; Hermalin et Weisback, 1990 ; Erickson et al., 2005). Dans le cadre des F&A, Yen et André (2010) trouvent une relation positive et significative entre l'indépendance des membres du conseil et la performance opérationnelle post-acquisition.

2.7.3. Le cumul des fonctions de direction générale et de président de conseil

D'après la théorie d'agence, Jensen (1993) stipulent que le cumul des fonctions accentue les coûts d'agence et affaiblit l'efficacité du conseil et fait ainsi réduire la performance. Des tests empiriques montrent que ce cumul des fonctions a un impact négatif sur l'efficacité du conseil d'administration ainsi que sur la performance de l'entreprise (Agrawal et Knoeber, 1996). D'après la théorie d'organisation, le cumul des fonctions renforce le leadership de la haute direction. Boyd (1995) montre que le cumul des fonctions aurait un effet positif sur la performance. Dans le cadre des F&A, Masulis et al. (2007) montrent que la séparation entre les deux fonctions a un impact positif sur la performance boursière à court terme de la firme. Yen et André (2010) ne trouvent pas de lien significatif entre le cumul des fonctions et la performance opérationnelle post-acquisition.

Conclusion

De nombreuses recherches ont tenté de déterminer si les opérations des F&A sont profitables. Les résultats obtenus sont mitigés. La majorité des opérations de F&A ne trouve pas de preuve d'une amélioration de la performance opérationnelle post-acquisition. La diversité des mesures utilisées et la diversité des échantillons utilisés tant en terme de lieux, de périodes, de types d'opérations que secteurs d'activité ne permettent pas de trancher quant à la rentabilité des opérations de F&A.

Les résultats des déterminants de la performance opérationnelle post-acquisition suggèrent la neutralité du mode de paiement, la proximité des secteurs d'activité et la taille relative de la cible. Cette neutralité est constatée dans les travaux Healy et al. (1992) et Sharma et Ho (2002). L'impact négatif du niveau d'endettement excessif et les regroupements transfrontaliers, est observé dans les travaux de Harford (1999), de Moeller et Schlingemann (2004), de Martynova et al. (2006), de Yen et André (2010) et de Sbair et Sahib Eddine (2016). L'impact positif d'un endettement élevé est observé également dans les recherches de Harford (1999), Ghosh et Jain (2000), Kang et al. (2000). Enfin, il n'est pas de preuve de la relation entre les

mécanismes de gouvernance (taille du CA, le cumul des fonctions et la présence d'administrateurs indépendants) et la performance opérationnelle post-acquisition.

Finalement, on ne peut pas se prononcer sur la rentabilité des opérations de fusions et acquisitions. Les fusions et acquisitions ne sont que des outils utilisés à des fins différentes pour les dirigeants, d'où la dispersion des résultats. Ainsi, l'étude de ces motivations d'ordre personnel est susceptible d'apporter des explications sur le paradoxe du développement des fusions-acquisitions en dépit de leurs résultats mitigés.

Références

- Amihud Y., & Lev B. (1981), Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers, *Bell Journal of Economics*, vol.12, p. 605-617.
- Baldwin J., & Gorecki P. (1990), Mergers Placed in the Context of Firm Turnover, in Bureau of the Census, Proceedings of the 1990 Annual Research Conference, US Department of Commerce, p.53-73.
- Barber M.B., & Lyon J.D. (1996), Detecting Abnormal Operating Performance: the Empirical Power and Specification of Test Statistics, *Journal of Financial Economics*, vol.41, n°3, p.359-399.
- Berkovitch E., & Narayanan M.P. (1990), Competition and the Medium of Exchange in Takeovers, *Review of Financial Studies*, vol. 3, p.153-174.
- Bowen R.M., Burgstahler D., et Daley L.A. (1987), The Incremental Information Content of Accrual versus Cash Flow, *Accounting Review*, vol.62, p.723-747.
- Bradeley M., Desai A., & Kim E.H. (1988), Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms, *Journal of Financial Economics*, vol.21, p.3-40.
- Burkart M., & Panunzi F. (2006), Agency conflicts, ownership concentration, and legal shareholder protection, *Journal of Financial Intermediation*, vol.15, p. 1- 31.
- Carline N.F., Linn S.C., & Yadav P.K. (2009), Operating Performance Changes Associated with Corporate Mergers and the Role of Corporate Governance, *Journal of Banking and Finance*, vol.33 (11), p.1829-1841.
- Clark K., & Ofek E. (1994), Mergers as a Means of Restructuring Distressed Firms: An Empirical Investigation, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol.29, p.541-565.
- Denis D.J., & Denis D.K. (1995), Performance Changes Following top Management Dismissals, *Journal of Finance*, vol.50, p. 1029-1057.
- Dickerson A.P., Gibson H.D., & Tsakalalotos E. (1997), The Impact of Acquisitions on Company Performance: Evidence from Large Panel of UK Firm, *Oxford economic paper*, vol.49, p.344-361.
- Dong M., Hirshleifer D., Richardson S., & Teoh, S.H. (2006), Does Investor Misvaluation Drive the Takeover Market? , *Journal of Finance*, vol.61, p.725-761.
- Doukas J. (1995), Overinvestment, Tobin's Q and Gains from Foreign Acquisitions, *Journal of Banking and Finance*, vol.20 (9), p.1285-130.
- Erickson M., & Wang S. (1996), Earnings Management by Acquiring Firms in Stock for Stock Mergers, *Journal of Accounting and Economics*, vol.27, p.149-176.
- Eun C.S., Kolodny R. & Sheraga C. (1996), Cross-Border Acquisitions and Shareholder Wealth: Tests of the synergy and internalization hypotheses, *Journal of Banking and Finance*, vol. 20(9), p.1559-1582.
- Ferchichi R., & Souam S. (2015), Caractéristiques, motivations et performance des fusions et acquisitions en Tunisie, *Revue d'Economie Industrielle*, n°150, p.9-50.
- Fishman M.J. (1989), Preemptive Bidding and the Role of the Medium of Exchange in Acquisitions, *Journal of Finance*, vol.44, p.51-57.

- Freund S., Emery A.T., & Vasudevan G. (2007), Effects of global industrial diversification of firm value and operating performance, *Financial Management*, vol.36, n°4, p.143-161.
- Ghosh A. (2001), Does Operating Performance Really Improve Following Corporate Acquisitions? , *Journal of Corporate Finance*, vol.7 (2), p. 151-178.
- Gokhale J., Groshen E., & Neumark D. (1995), Do Hostile Takeovers Reduce Extra Marginal Wage Payments? , *Review of Economics and Statistics*, vol.77, n°3, p. 470-485.
- Goergen M., & Renneboog L.D.R. (2004), Shareholder wealth Effects of European Domestic and Cross-Border Takeover Bids, *European Financial Management*, vol.10, p.9-45.
- Gugler K., Muller D.C., Yurtolu B.B., & Zulehner, C. (2003), The Effects of Mergers: an International Comparison, *International Journal of Industrial Organization*, vol. 21, p.625-653.
- Habeck M., Kroger F., & Tram, M. (2001), *Après la fusion, 7 clés pour réussir l'intégration*, Paris, Dunod.
- Harford J. (1999), Corporate Cash Reserves and Acquisitions, *Journal of Finance*, vol.59, p.1969-1997.
- Harris M., & Raviv A. (1990), Capital Structure and the Informational Role of Debt, *Journal of Finance*, vol. 45, p. 321-349.
- Healy P.H., Palepu K.G., & Ruback R.S. (1992), «Does Corporate Performance Improve after Mergers? », *Journal of Financial Economics*, vol.31, p. 35-175.
- Heron R., & Lie E. (2002), Operating Performance and the Method of Payment in Takeovers», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol.37, p. 137-155.
- Jensen M.C., & Meckling, W. (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, vol.3, p. 305-360.
- Jensen M.C., & Ruback, R.S. (1983), The Market for Corporate Control, the Scientific Evidence, *Journal of Financial Economics*, n° 11, p. 5-50.
- Jensen M.C. (1986), Agency costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, *American Economic Review*, vol. 76, p.323-329.
- Jensen M.C. (1988), Takeovers: their causes and consequences, *Journal of Economic Perspectives*, 2 (1), p.21-48.
- Kruse T.A., Park H. Y., Park K., & Suzuki K. (2003), Long-Term Performance Following Mergers of Japanese Companies: The Effect of Diversification and Affiliation, *Pacific-Basin Finance Journal*, vol.15, n°2, p.154-72.
- Larsson, R., & Risberg, A. (1998), *Cultural awareness and national versus corporate barriers to acculturation*, in Gertsen, Martine Cardel, Soderberg, Anne-Marie & Torp, Jens Erik, editors (eds.) *Cultural Dimensions of International Mergers and Acquisitions*: Berlin.
- Linn S.C., & Switzer J.A. (2001), Are Cash Acquisitions Associated with Better Post-Combination Operating Performance than Stock Acquisitions? , *Journal of Banking & Finance*, vol.25, p. 1113-1138.
- Meier O., & Schier G. (2009), *Fusions acquisitions – Stratégie, Finance, Management*, 3ème éditions, Dunod.
- Marris R. (1963), A Model of Managerial Enterprise, *Quarterly Journal of Economic*, vol.2, p.185-209.
- Martynova M., & Renneboog L.D.R. (2006), Mergers and Acquisitions in Europe, *Advances in Corporate Finance and Asset Pricing*, Amsterdam: Elsevier, p. 13-75.
- Martynova M., Oosting S., & Renneboog L.D.R. (2006), The long-term operating performance of European mergers and acquisitions, Working Paper N°137.
- Masulis R.W., Wang C., & Xie F. (2007), Corporate Governance and Acquirer Returns, *Journal of Finance*, vol. 62, n° 4, p. 1851-1889.
- Moeller S.B., & Schlingemann F.P. (2004), Global Diversification and Bidder Gains: A Comparison between Cross-Border and Domestic Acquisitions, *Journal of Banking & Finance*, vol. 29, p.533-564.

Morck R., & Yeung B. (1992), Internalization: An Event Study Test, *Journal of International Economics*, vol.33 (1-2), p. 41-56.

Morosini P., Scott S., & Singh H. (1998), National Cultural Distance and Cross- Border Acquisition Performance, *Journal of International Business Studies*, 29, p.137-158.

Mueller D.C. (1985), Mergers and Market Share, *Review of Economics and Statistics*, vol.67, issue 2, p.259-67.

Penman S. (1991), An Evaluation of Accounting Rate of Return, *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, vol.6, p. 233-255.

Powell R.G., et Stark A.W. (2005), Does Operating Performance Increase Post-Takeovers for UK Takeovers? A Comparison of Performance Measures and Benchmarks, *Journal of Corporate Finance*, vol. 11, p. 293-317.

Rahman R.A., & Limmack R.J. (2004), Corporate Acquisitions and the Operating Performance of Malaysian Companies, *Journal of Business Finance & Accounting*, vol.31, p. 359-400.

Sbai H. (2017), La performance boursière des opérations de fusions et acquisitions: une revue de littérature, *Revue Question (s) de management*

Sbai H., & Sahib Eddine A. (2016), Les déterminants de la performance opérationnelle à long terme des acquéreurs français, *Revue d'Etude en Management & Finance d'organisation*, n°3, ISSN 2489-205X.

Sbai H. (2009), *Les performances des prises de contrôle : les cas des acquisitions par offre publique en France*, Thèse de doctorat en Sciences de gestion, Université de Limoges- IAE.

Sharma D.S., & Ho J., The Impact of Acquisitions on Operating Performance: Some Australian Evidence, *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 29 (1-2), 2002, p. 155-200.

Stulz R. (1990), Managerial Discretion and Optimal Financing Policies, *Journal of Financial Economics*, n°26, p. 3-27.

Switzer A.J. (1996), Evidence on Real Gains Corporate Acquisitions, *Journal of Economics Business*, vol.48, n°5, p. 443-460.

Trautwein F. (1990), Merger motives and merger prescriptions, *Strategic Management Journal*, vol.11, p.283-295.

Yen T., & André P. (2007), Ownership Structure and Operating Performance of acquiring firms: The case of English-Origin Countries, *Journal of Economics and Business*, vol. 59, n° 5, p. 380-405.

Yen T., et André P. (2010), The Effects of Ownership Structure on Operating Performance of Acquiring Firms in Emerging Markets, *Journal of Business and Policy Research*, vol.5, n°2, p.217-236.

Zollo M., & Meier D. (2008), What is M&A performance?, *Academy of Management Perspectives*, 22 (3), p.55-77.