

## L’impact des mécanismes de gouvernance sur la performance post-F&A : Un état de lieux

### The Impact of Governance Mechanisms on Post-M&A Performance: An Overview

Auteur 1 : EL IDRISSE Soukaina,

---

EL IDRISSE Soukaina, (Doctorante)

Université Hassan 1<sup>er</sup> / Ecole Nationale de Commerce et de Gestion-Settat, Maroc

**Déclaration de divulgation :** L’auteur n’a pas connaissance de quelconque financement qui pourrait affecter l’objectivité de cette étude.

**Conflit d’intérêts :** L’auteur ne signale aucun conflit d’intérêts.

**Pour citer cet article :** EL IDRISSE .S (2023) « L’impact des mécanismes de gouvernance sur la performance post-F&A : Un état de lieux », African Scientific Journal « Volume 03, Numéro 19 » pp: 921 – 939.

Date de soumission : Juillet 2023

Date de publication : Août 2023



DOI : 10.5281/zenodo.8369686  
Copyright © 2023 – ASJ



## Résumé

L'objectif de cet article est de présenter une synthèse des travaux relatifs à l'étude de la performance des fusions et des acquisitions. Bien que l'objectif de l'amélioration de la performance soit souvent avancé comme motif de la mise en œuvre des opérations de F&A, les résultats obtenus des travaux empiriques sont mitigés quant à leur impact sur les entreprises acquéreuses. Les deux catégories des travaux analysant cet impact sur la performance opérationnelle à long terme, et sur la performance boursière à court et à long terme, montrent que les opérations des F&A se vouent souvent à l'échec.

**Mots clés :** *Fusions et acquisitions, performance opérationnelle, performance boursière, gouvernance d'entreprise*

## Abstract

The objective of this article is to present a synthesis of research related to the study of the performance of mergers and acquisitions. While the goal of improving performance is often put forward as a reason for implementing M&A operations, the results obtained from empirical studies are mixed regarding their impact on acquiring companies. The two categories of studies analyzing this impact on long-term operational performance and short- and long-term stock performance indicate that M&A operations often tend to be unsuccessful.

**Keywords:** *Mergers and acquisitions, operational performance, stock performance, corporate governance*

## Introduction

Dans un contexte économique marqué par une concurrence accrue, où une rentabilité croissante est une exigence essentielle, les entreprises partout dans le monde cherchent à améliorer leurs positions stratégiques et à assurer leur pérennité. Pour ce faire, les entreprises tentent de mettre en œuvre diverses stratégies, telles que les fusions et acquisitions <sup>1</sup> (notées ci-après F&A). Ces dernières permettent aux entreprises de répondre à plusieurs exigences économiques à travers la réalisation des synergies, l'expansion vers de nouveaux marchés, la création de réseaux de distribution, et l'amélioration des marges bénéficiaires. Toutefois, bien que les F&A présentent une opportunité intéressante en termes de croissance, de compétitivité, et de performance de manière générale, il est reconnu qu'un grand nombre d'opérations de F&A se vouent à l'échec, et leurs résultats sont souvent décevants par rapport aux résultats attendus. Les taux d'échec révélés varient entre 44% et 80% selon nombreuses études (Kaplan et Weisbach 1990; Ibrahim et Taghzouti 2014; Schoenberg 2006; Meier et Schier 2009). Les recherches empiriques antérieures mettent rarement en évidence les facteurs réels de l'échec ou du succès des transactions de F&A (Ahuja & Katila, 2001). Dès lors, plusieurs articles et travaux de recherche se sont intéressés à cette question. Par ailleurs, les risques d'échec sont accentués sur les intérêts des dirigeants (Jensen et Meckling 1976). Ces derniers peuvent poursuivre des objectifs qui peuvent être différents à ceux des actionnaires, parce qu'ils ont tendance à se concentrer sur leur propre sécurité d'emploi que sur la maximisation de la valeur pour les actionnaires. En effet, (Shleifer et Vishny 1991) ont confirmé, à partir d'un échantillon composé de 326 acquisitions réalisées entre 1975-1987 aux États-Unis, que les acquisitions sont souvent motivées par les intérêts des dirigeants, chose qui peut engendrer un transfert de richesse des actionnaires des acquéreurs au profit des dirigeants et réduire la valeur des sociétés combinées. (Mueller 1970) et (Jensen 1986) à leur tour, ont affirmé que les dirigeants procèdent à des F&A pour maximiser la taille de l'entreprise et par conséquent, leur rémunération. Aussi, (Amihud et Lev 1981 ; Shleifer et Vishny 1989 ; Heldenbergh 2000) ont montré que les dirigeants réalisent des opérations de F&A conglomérales dans la mesure où elles permettent de diminuer le risque de faillite de l'entreprise, et par conséquent, accroître leur notoriété, leur pouvoir et sécuriser leur emploi. Par suite, les investisseurs qui cherchent des performances durables commencent à accorder plus d'attention aux règles de gouvernance d'entreprises, et ils ont bien

---

<sup>1</sup> Depuis l'année 2000, plus de 790 000 transactions ont été annoncées dans le monde, d'une valeur connue de plus de 57 000 milliards USD. En 2018, le nombre d'opérations a atteint environ 49 000 transactions (« M&A Statistics - Worldwide, Regions, Industries & Countries » 2019)

pris conscience du rôle que joue l'adoption de bonnes pratiques de gouvernance sur leur compétitivité et efficacité organisationnelle. De plus, le degré de respect par les entreprises des pratiques de gouvernance contribue à étendre la confiance des investisseurs nationaux et internationaux.

Notre étude vise à mettre en évidence les différences essentielles dans le but d'approfondir la compréhension du sujet. À notre connaissance, notre recherche est pionnière en présentant une revue de la littérature portant sur l'impact des F&A sur la performance opérationnelle et boursière des entreprises acquéreuses. De plus, elle établit un lien inédit entre la performance après l'acquisition et la gouvernance d'entreprise. En effet, contrairement à certaines études précédentes qui se sont principalement penchées sur les caractéristiques des opérations de F&A en tant que facteurs explicatifs de la performance, notre démarche se concentre sur une perspective plus globale et novatrice pour mieux comprendre les enjeux de ces opérations.

Cet article est structuré comme suit : la première partie est consacrée aux conséquences des F&A sur la performance opérationnelle à long terme et sur la performance boursière à court et à long terme des entreprises acquéreuses. Pour examiner la performance opérationnelle à long terme des entreprises, la technique mobilisée par les chercheurs est celle du pairage qui consiste à comparer les indicateurs de performance opérationnelle avant et après la réalisation des F&A pour l'échantillon des entreprises étudiées avec un échantillon de contrôle constitué des entreprises comparables en termes du secteur d'activité, de taille, et qui n'ont pas opté pour un rapprochement d'entreprises durant la période analysée. S'agissant de la performance boursière, la méthodologie utilisée est celle de l'étude d'évènement. Cette approche implique l'utilisation d'un modèle de marché reposant sur l'hypothèse d'efficacité de marché afin d'examiner la réaction du marché boursier et d'expliquer les effets qui peuvent apparaître sur les cours des titres lors de l'annonce/réalisation d'un évènement. La deuxième section de cet article s'intéresse aux mécanismes de gouvernance. En particulier, sont étudiés les résultats empiriques portant sur la structure de propriété et les caractéristiques du conseil d'administration : la concentration du capital, l'actionnariat familial, l'actionnariat étatique et l'actionnariat institutionnel et financier, la taille du CA, la structure de la direction, la compétence des dirigeants, la diversité du genre, et la qualité des administrateurs (politicien).

## 1. Mesure de la performance post-F&A

Dans l'analyse financière, la mesure de la performance des opérations de F&A font appel à deux grandes approches : les mesures qui sont axées sur l'utilisation de données comptables (méthode économique) et celles s'appuyant sur des données boursières (Rahman et Limmack 2004; Sharma et Ho 2002). En outre, l'horizon temporel utilisé pour la mesure de la performance est aussi bien le court terme que le long terme (Sudarsanam, et al. 2001). La première approche dite économique s'appuie sur une mesure directe à partir des données comptables des entreprises. Elle mobilise la constitution de deux échantillons, celui des entreprises étudiées et un échantillon de contrôle constitué des entreprises comparables en termes du secteur d'activité, de taille, et qui n'ont pas opté pour un rapprochement d'entreprises durant la période analysée. Ainsi, cette méthodologie appelée « technique du pairage » consiste à comparer les indicateurs de performance opérationnelle calculés avant et après la réalisation des F&A pour les deux échantillons afin d'examiner l'effet des F&A sur la performance opérationnelle. L'objectif est donc, de déterminer si les opérations de F&A conduisent à une performance supérieure ou inférieure à celle qui aurait été observée sans la réalisation de tels événements. Les travaux empiriques antérieurs employant cette méthodologie utilisent les cash-flows d'exploitation comme mesure de la performance opérationnelle. La deuxième approche s'intéresse à l'évaluation de l'impact des F&A sur la richesse des actionnaires en examinant la réaction du marché boursier suite aux annonces des F&A. Cette approche utilise en principe la méthodologie dite « étude d'évènement ». L'utilisation de cette méthodologie repose sur l'hypothèse d'efficience des marchés. Selon cette hypothèse, initialement créée par (Fama et al. 1969), le marché anticipe immédiatement les effets attendus des F&A dès leurs annonces sur le marché financier et les intègre dans le prix (cours) de l'action.

### 1.1. Performance opérationnelle à long terme : résultats des études empiriques

Les études portant sur la performance opérationnelle post-F&A et sur ses déterminants ont été principalement réalisées dans des pays développés, à savoir le marché anglo-saxon, et européen. Sur le marché anglosaxon, plusieurs études ont été mené pour examiner les conséquences économiques des opérations de F&A. Les résultats des recherches indiquent dans l'ensemble des résultats mitigés. (Ravenscraft et Scherer 1987) ont analysé la rentabilité des actifs de 96 entreprises américaines entre 1975-1977, montrant que les acquéreurs n'ont pas affiché d'amélioration significative de la rentabilité opérationnelle après une opération d'OPA. (Higson et Elliott 1994) ont examiné la performance opérationnelle de 310 opérations d'acquisition britanniques entre 1976-1990, ils n'ont pas trouvé que les acquisitions conduisent à une

amélioration significative de la performance. (Lau, et al. 2008) ont essayé d'évaluer le succès de 72 fusions australiennes réalisées entre 1999-2004. Leurs résultats indiquent aucun changement significatif de la performance opérationnelle dans la période post-fusion. (Healy, et al. 1992) ont observé une amélioration significative (+2,8%) de la performance des flux de trésorerie opérationnels pour les entreprises fusionnées américaines dans les cinq ans suivant la fusion. (Cornett et Tehranian 1992) ont constaté une amélioration significative (+0,87%) de la performance opérationnelle post-acquisition pour les entreprises du secteur bancaire. L'étude de (Powell et Stark 2005) consiste à examiner l'évolution de la performance opérationnelle de 191 opérations de prises de contrôle britanniques au cours de la période 1985-1993, leurs résultats suggèrent que les prises de contrôle britanniques se traduisent par des meilleures améliorations de la performance opérationnelle. De même, (Dutta et Jog 2009) trouvent des améliorations significatives de la performance opérationnelle des acquéreurs canadiens avant et après l'acquisition (+1,3% par an). L'étude de (Yaacob et Alias 2018) a examiné l'influence des fusions sur la performance opérationnelle à long terme d'un échantillon de 821 acquéreurs australiens entre 1997-2009. Les résultats montrent que les acquéreurs ont connu des performances négatives statistiquement significatives au cours de la période de sept ans entourant l'évènement. D'autres études ont été mené également sur le marché européen, (Martynova, et al. 2006) ont analysé 155 opérations de prise de contrôle entre 1997-2001 impliquant des entreprises de l'Union européenne et du Royaume-Uni. Leurs résultats affichent que la performance opérationnelle post-fusion n'est pas significativement différente de celle avant la fusion. De plus, les caractéristiques de la transaction ne semblent pas expliquer la performance opérationnelle post-acquisition. Contrairement à (Sbai et Sahib Eddine 2016) qui ont étudié la performance opérationnelle de 47 entreprises impliquées dans des offres publiques en France entre 2005-2011. Ils constatent que les entreprises acquéreuses françaises réalisent des gains positifs (+0,70 %) pendant la période post-acquisition par rapport aux entreprises de contrôle. De même, (Campa et Hernando 2006) ont analysé les F&A dans le secteur bancaire européen entre 1998-2002. Ils ont trouvé des améliorations significatives de la performance des banques environ deux ans après les opérations de fusion. (Sghaier et Hamza 2018) ont examiné 66 opérations de prise de contrôle dans le secteur bancaire européen entre 2000-2014, l'étude conclut que les F&A bancaires en Europe créent de la valeur à long terme, avec des gains économiquement significatifs représentant 10,39 %.

Globalement, les résultats des études empiriques sont mitigés. Certains travaux ne montrent aucune variation de la performance, d'autres déduisent une performance opérationnelle post-F&A négative alors que d'autres recherches rapportent une variation positive.

**Tableau 01** : Synthèse des études empiriques sur la performance opérationnelle à long terme

Auteurs	Pays	Résultats
Ravenscraft et Scherer (1987)	Etats-Unis	Variation non significative
Higson et Elliott, (1994)	Royaume-Unis	Variation non significative
Lau et al., (2008)	Australie	Variation non significative
Healy et al. (1992)	Etats-Unis	Amélioration significative (+2,8%)
Cornett et Tehranian (1992)	Etats-Unis	Amélioration significative +0,87%
Powell et Stark, (2005)	Royaume-Unis	Amélioration significative
Dutta et Jog, (2009)	Canada	Amélioration significative (+1,3%)
Yaacob et Alias, (2018)	Australie	Sous performance significative
Martynova et al. (2006)	Europe et Royaume-Uni	Variation non significative
Sbai et Sahib Eddine (2016)	France	Amélioration significative +0.70%)
Campa et Hernando (2006)	Europe	Amélioration significative
Sghaier et Hamza (2018)	Europe	Amélioration significative 10,39 %.

**Source : Auteur.**

## 1.2. Performance boursière à court et à long terme : résultats des études empiriques

Les études examinant l'impact des F&A sur la richesse des actionnaires des entreprises impliquées se sont concentrées, d'un côté, sur le court terme, c'est-à-dire autour de la date d'annonce ou de réalisation de l'évènement, dans la mesure où elles constituent la méthode la plus fiable sur le plan statistique pour évaluer les implications en valeur de l'annonce des F&A (Andrade, et al. 2001), et d'un autre côté, la performance anormale sur le long terme.

### 1.2.1 Performance boursière à court terme

En ce qui concerne les études portant sur la performance boursière à court terme, l'étude de (Mandelker 1974) est la première à examiner le marché des acquisitions et l'impact des fusions sur les rendements des actionnaires des sociétés acquéreuses et acquises américaines. Les résultats montrent que les sociétés acquéreuses dégagent des rendements anormaux cumulatifs positifs mais non significatifs. D'autres études (Elgers et Clark 1980; Ellert 1976; Langetieg 1978), confirment les constats de (Mandelker 1974) et affichent une rentabilité anormale non

significative autour de la date de réalisation de F&A. De même, les résultats affichés par (Andrade, et al. 2001; Limmack 1991; Loderer et Martin 1990; Devos, et al. 2009) montrent que les actionnaires des entreprises acquéreuses gagnent des rendements anormaux non significatifs. (Dodd 1980) et (Asquith, et al. 1983) ont évalué les gains revenant aux actionnaires des entreprises acquéreuses suite aux F&A, leurs résultats indiquent que les actionnaires des entreprises initiatrices dégagent de rendements anormaux négatifs. Contrairement à (Masulis, et al. 2007) qui ont mesuré les effets de plus de 3000 annonces des F&A entre 1990-2003 sur la performance des acquéreurs américains autour de la date d'annonce (-2,+2). Leurs résultats indiquent un RAC moyen significativement positif de 0,215%. Également, (Hallström et Olsson 2019), ont analysé la performance financière à court terme d'un échantillon de 173 F&A réalisées entre 2000-2018 dans l'Europe du nord, les auteurs trouvent que les entreprises bénéficient d'une amélioration significative de la performance boursière. Sur le marché français, (Phélizon 2001) a mesuré le gain boursier associé aux offres publiques des entreprises françaises, elle en déduit que les entreprises initiatrices ne bénéficient d'aucun effet d'annonce, puisque leurs RAMC s'avèrent non significatifs de +0.99%. Pareillement, (Hamza 2009) a examiné 58 offres publiques complétées entre 1997-2005, ses résultats montrent que l'annonce d'une offre publique d'achat entraîne des RAMC positifs mais non significatifs de +2,97%. Sur le marché britannique, (Schoenberg 2006) a analysé un échantillon de 61 F&A réalisées entre 1988-1990, les résultats affichent que l'annonce de l'acquisition a produit des rendements anormaux positifs pour l'acquéreur dans 50% des cas, et des rendements négatifs dans 50%.

### **1.2.2 Performance à long terme**

Quant aux travaux de recherche examinant la performance boursière à long terme, l'étude de (Agrawal, et al. 1992) a étudié 765 F&A réalisés entre 1955-1987 sur le marché américain, leurs résultats indiquent que les actionnaires des entreprises acquéreuses subissent une perte de richesse significative de -10,26% sur cinq ans après la date de réalisation de la F&A. De même, (Loughran et Vijh 1997) et (Rau et Vermaelen 1998) trouvent une rentabilité anormale négative et significative respectivement à l'ordre de -15,9% et -4,04%. (Francoeur et Rakoto 2006) ont examiné 237 entreprises canadiennes impliquées dans les F&A annoncées entre 1990-2000. Les résultats obtenus font voir des rendements anormaux négatifs et économiquement importants après 12, 24 et 36 mois suivant la F&A. Sur le marché français, (Sbai 2009) a évalué la réaction du marché financier français suite aux annonces des opérations d'offres publiques réalisées durant la période de 1998-2003. L'auteur a utilisé l'approche d'étude d'évènement à

court terme et à long terme. ainsi, les résultats obtenus indiquent que les acquéreurs dégagent une RAMC négative et significative de -5,44% à court terme (fenêtre d'événement de 21 jours) et de -28,84% (au 36 mois suivant l'annonce). Par contre, (Abhyankar, et al. 2005) ont étudié la performance boursière post-F&A à long terme des actions des sociétés acquéreuses britanniques, les auteurs constatent qu'il n'y a aucune preuve que les entreprises acquéreuses sous-performent de manière significative dans les trois ans suivant les F&A. En résumé, les études sur les F&A montrent des résultats contradictoires en ce qui concerne l'impact sur la performance boursière des entreprises acquéreuses.

**Tableau 02** : Synthèse des études empiriques sur la performance boursière à CT et à LT

<b>Auteurs</b>	<b>Pays</b>	<b>Horizon</b>	<b>Résultats</b>
Mandelker, (1974)	Etats-Unis	CT	Variation positive non significative
Ellert, (1976)	Etats-Unis	CT	Variation non significative
Langetieg, (1978)	Etats-Unis	CT	Variation non significative
Elgers et Clark, (1980)	Etats-Unis	CT	Variation non significative
Dodd, (1980)	Etats-Unis	CT	Sous performance significative
Asquith et al., (1983)	Etats-Unis	CT	Sous performance significative
Loderer et Martin, (1990)	Etats-Unis	CT	Variation non significative
Limmack, (1991)	Royaume-Unis	CT	Variation non significative
Agrawal et al., (1992)	Etats-Unis	LT	Sous performance significative
Loughran et Vjih, (1997)	Etats-Unis	LT	Sous performance significative
Rau et Vermaelen, (1998)	Etats-Unis	LT	Sous performance significative
Andrade et al., (2001)	Etats-Unis	CT	Variation non significative
Phélizon, (2001)	France	CT	Variation non significative
Schoenberg, (2006)	Royaume-Unis	CT	Variation non significative
Francoeur et Rakoto, (2006)	Canada	LT	Sous performance significative
Masulis et al., (2007)	Etats-Unis	CT	Amélioration significative
Hamza, (2009)	France	CT	Variation (+) non significative
Sbai, (2009)	France	CT	Sous performance significative
Sbai, (2009)	France	LT	Sous performance significative
Devos et al., (2009)		CT	Variation non significative
Hallström et Olsson, (2019)	Europe du nord	CT	Amélioration significative

**Source : Auteur**

Quant au marché émergent, L'étude de (Pawaskar 2001) analyse la performance opérationnelle post-fusion de 36 entreprises indiennes engagées dans une fusion sur la période de 1992-1995. l'auteur a démontré un impact négatif sur la rentabilité des entreprises fusionnées. également, (Yeh et Hoshino 2002) ont étudié les effets de l'activité des fusions sur la performance

opérationnelle d'un échantillon de 86 fusions réalisées de 1970 à 1994 entre des entreprises japonaises cotées à la Bourse de Tokyo. Les résultats indiquent que les entreprises japonaises ont subi une détérioration de leurs performances opérationnelles. Tandis que (Rahman et Limmack 2004) suggèrent que les acquisitions malaisiennes (113 opérations de prises de contrôle réalisées entre 1988-1992) conduisent à des améliorations de la performance des flux de trésorerie d'exploitation à long terme tout en offrant aux actionnaires un potentiel d'avantages. (Mall et Gupta 2019) ont examiné l'impact des F&A sur les rendements boursiers des acquéreurs indiens, la méthodologie appliquée est celle d'étude d'événement en utilisant une fenêtre d'événement de dix-sept jours (-8 à +8). Les résultats font valoir que les F&A n'apportent pas un changement significatif dans les rendements des actions pré et post-acquisition. Cependant, lorsqu'il s'agit de la région de l'Afrique du Nord, seulement trois études ont été repérées, la première est celle de (Meghouar et Sbai 2013) qui ont examiné la performance opérationnelle et boursière de la fusion de la Banque Commerciale (BCM) et Wafabank qui a eu lieu au Maroc en 2003. Les auteurs ont montré qu'il y a une rentabilité anormale négative pour l'acquéreur et positive pour la firme cible lors de l'annonce de l'opération, ainsi qu'une amélioration de la profitabilité et de la productivité de l'entité fusionnée. La deuxième de (Ferchichi et Souam 2015). Les auteurs ont essayé d'évaluer l'impact des F&A sur la performance des entreprises tunisiennes selon deux approches, une approche économique et comptable basée sur la mesure de l'évolution des indicateurs et ratios financiers, et une approche financière basée sur la méthode des études d'évènement. Les résultats de l'approche comptable montrent qu'il n'y a pas un impact significatif des opérations de F&A sur la performance, alors que l'approche financière prouve une réaction boursière négative et significative suite à l'annonce d'une F&A. La troisième étude de (Ibrahimi et Amine 2020). Ils ont analysé la création de valeur des entreprises acquéreuses lors de l'annonce des F&A dans la région MENA, en adoptant une étude d'évènement sur un échantillon de 269 F&A réalisées entre 2004-2018, les résultats affichent des valeurs des RAMC positives et significatives de +1,33% notamment dans les fenêtres proches du jour de l'annonce (-1,+1) et non significatifs (+0,4%) dans les fenêtres loin du jour de l'annonce (-15,+15).

## **2. Mécanismes de gouvernance d'entreprise**

De nombreuses recherches se sont intéressées aux opérations de F&A en mettant l'accent sur les principaux mécanismes de gouvernance d'entreprises, dans la mesure où une grande partie des travaux a expliqué l'évolution de la valeur des entreprises et les vraies motivations des F&A sous un angle managérial (la présence des conflits d'agence entre les dirigeants et les

actionnaires). (Gompers, et al. 2001) montrent que la valeur de l'entreprise et le score de gouvernance sont positivement associés, ainsi que les investisseurs auraient réalisé des rendements anormaux (RA) de 8,5% par an grâce à des décisions d'investissements basées sur de bonnes pratiques de gouvernance. Sur la base d'une enquête réalisée auprès d'un échantillon de 155 sociétés indiennes impliquées dans des opérations de F&A entre 2003-2008, (Neelam, et al. 2013) documentent une relation positive entre le score de gouvernance d'entreprise et les RA à court terme, ainsi, un score de gouvernance élevé implique des meilleures performances pendant les fenêtres d'évènements. (Black, et al. 2006) trouvent que les sociétés coréennes comptant 50% d'administrateurs externes ont un q de Tobin plus élevé, donc environ 40% de cours de bourse plus élevé. (Datta, et al. 2001) à leur tour documentent une forte relation positive entre la rémunération des dirigeants à base des actions et la performance du cours de l'action après l'acquisition. A travers une étude menée sur un échantillon de 2106 entreprises, (Larcker, et al. 2007) constatent que les mesures typiques de gouvernance d'entreprise comme les caractéristiques du conseil d'administration, l'actionnariat, la propriété institutionnelle, l'actionnariat activiste, et la combinaison de la rémunération des dirigeants ont une association étroite avec les RA, et peuvent expliquer la performance opérationnelle future. (Dahya et al. 2019) ont utilisé les données de deux mandats de structure de conseil au Royaume-Uni pour étudier l'effet des administrateurs externes sur la performance des acquéreurs, ils ont trouvé qu'une présence forte des administrateurs externes est associée à de meilleurs rendements.

### **2.1. La concentration de l'actionnariat**

Un actionnariat concentré correspond au cas où une société est contrôlée par un actionnaire majoritaire ou un groupe d'actionnaires agissant de concert dans le but de constituer une majorité effective. Le lien entre l'actionnariat concentré et la performance post-acquisition est examiné à l'aune de la théorie d'agence et la théorie d'enracinement. Lorsqu'il s'agit d'un actionnariat dispersé, les entreprises risquent d'un déficit de contrôle qui peut affecter de façon négative leur performance. Par contre, bien que la concentration des titres entre un nombre limité des actionnaires permet un meilleur contrôle sur l'entreprise, lorsque les actionnaires majoritaires sont eux même les dirigeants, ils peuvent être accusés de s'attribuer des bénéfices personnels pour conserver leur pouvoir sur l'entreprise.

Les résultats des recherches empiriques portant sur le lien entre la concentration de l'actionnariat et la performance post-F&A des entreprises sont mitigés. Certains travaux n'ont trouvé aucune relation significative entre la concentration de la propriété et la performance post-acquisition (Charreaux 1991; Demsetz et Villalonga 2001; Himmelberg, et al. 1999; Sahut et

Gharbi 2010). Alors que (Grant et Kirchmaier 2004) et (Thomsen, et al. 2006) ont constaté une association négative entre un actionnariat concentré et les performances de l'entreprise. A l'inverse, d'autres auteurs ont trouvé des liens positifs quant à la concentration de l'actionnariat et la performance suite aux transactions de F&A (Boubakri, et al. 2005; Mard, et al. 2014; Margaritis et Psillaki 2010).

## **2.2. Actionnariat familial**

Un actionnariat familial peut être mesuré par le pourcentage des titres détenus par un ou plusieurs membres de la famille, ou le pourcentage des droits de vote et de contrôle que disposent, et qui leur permet d'exercer un pouvoir prééminent sur le management d'une entreprise. L'actionnariat familial peut avoir un impact sur la performance post-acquisition de l'entreprise. En effet, les actionnaires familiaux sont généralement soucieux de leur réputation, et donc, ils vont favoriser les décisions d'investissements créatrices de richesse à long terme. Toutefois, d'après la théorie de l'enracinement, les actionnaires familiaux dominent souvent le conseil d'administration et les organes de direction. Ils ont donc en mesure de s'attribuer des intérêts personnels afin de garder le contrôle et leur pouvoir sur l'entreprise.

Les études antérieures examinant l'impact de l'actionnariat familial sur la performance post-acquisition montrent dans une grande partie un impact positif, dans la mesure où un contrôle familial actif est associé à une rentabilité plus élevée : (Anderson et Reeb 2003) sur le marché américain, (King et Santor 2008) sur le marché canadien, et (Maury 2006; Barontini et Caprio 2006) sur le marché européen. En revanche, (Donckels et Fröhlich 1991; Sciascia et Mazzola 2008) ont trouvé des liens négatifs entre la propriété familiale et la performance des entreprises. Leurs résultats s'expliquent par le fait que les entreprises familiales disposent d'un système de management fermé, une approche plus conservatrice et non dynamique.

## **2.3. Actionnariat étatique**

L'actionnariat étatique correspond à une participation de l'Etat via un apport des fonds propres au capital des entreprises. C'est une pratique de gouvernement dans l'économie qui lui permet d'exercer un contrôle prédominant sur le management d'une entreprise. L'Etat-actionnaire, dispose des spécificités originales, sa position et ses mécanismes décisionnels font de lui un acteur distinct. L'actionnariat de l'Etat reste moins exploré par les sciences sociales. En effet, les études antérieures portent sur la privatisation, le financement des entreprises privées, ou la gestion des participations de l'Etat (Clifton, et al. 2006; Ducastel 2019; Fretigny 2015). Toutefois, bien que l'actionnariat étatique puisse apporter de nombreux avantages en termes d'accès favorisé aux capitaux, la pression exercée par le gouvernement qui peut être basée sur

des choix politiques plutôt qu'un souhait d'optimisation de la performance, peut impacter les performances de l'entreprise. Par ailleurs, (Mard, et al. 2014; Thomsen, et al. 2006) n'ont trouvé aucune association entre la propriété étatique et la performance. (Tian et Estrin 2005; Gunasekarage, et al. 2007; Kong et al. 2020), ont constaté que la propriété de l'État a un effet fortement négatif sur la performance des entreprises. A l'inverse, (Razak, et al. 2008) montrent un impact positif et significatif de la propriété étatique sur la performance de l'entreprise.

#### **2.4. Actionnariat institutionnel et financier**

Selon le rapport (OECD 2004), la crédibilité des mécanismes de contrôle et de surveillance dépend largement aux actionnaires financiers et institutionnels impliqués dans le système de gouvernance, et qui exercent effectivement leurs fonctions de détenteurs de capital dans les entreprises dans lesquelles ils investissent. Les investisseurs financiers et institutionnels ont un horizon de placement à court terme et ne souhaitent pas s'impliquer dans la gouvernance de l'entreprise. Cependant, l'équipe dirigeante et les actionnaires de contrôle peuvent se livrer à tout moment à des activités qui servent leurs propres intérêts au détriment des autres actionnaires minoritaires. Ainsi, pareille aux autres types d'actionnariat, l'impact de l'actionnariat financier et institutionnel sur la performance des entreprises n'est pas évident. (McConnell et Servaes 1990; Han et Suk 1998) ont trouvé une relation positive et significative entre la performance et la fraction d'actions détenues par les investisseurs institutionnels. De même, (Thomsen et Pedersen 2000; Mard, et al. 2014) ont montré que la propriété des investisseurs financiers est associée à une valeur actionnariale et à une rentabilité plus élevée. Contrairement à (Al Farooque et al. 2007; Sahut et Gharbi 2010) qui ont trouvé une relation non linéaire de la propriété institutionnelle avec la performance.

#### **2.5. Taille du conseil d'administration (CA)**

La qualité d'un CA dépend de l'équilibre de sa composition et de la compétence et l'éthique de ses membres (AFEP-MEDEF 2020). En effet, la théorie d'agence suppose qu'un CA de grande taille pourrait entraver la performance post-F&A des entreprises, en raison des processus décisionnels lents et complexes qui ne leur permettent pas de saisir à temps les opportunités du marché. Aussi, le risque de conflits d'intérêts, les désaccords et la divergence des points de vue pourraient potentiellement compromettre la prise de décision objective. Les résultats des études antérieures examinant l'effet de la taille du CA sur la performance des entreprises divergent. L'étude de (Brown Jr. et Maloney 1999) indique que les entreprises dotées d'un CA de petite taille dégagent des rendements d'acquisition plus élevés avec une moyenne de 2%, dont la mesure où faire augmenter la taille du CA d'un membre est associée à une diminution des

rendements d'acquisition de 0,5%. Les travaux de (Eisenberg et al. 1998) confirment ces constats. En revanche (Yen et André 2007; Carline et al. 2009) ont montré une relation négative et significative entre la variation de la performance post-F&A et la taille du CA.

### **2.6. Compétence du DG : Formation et expérience professionnelle**

Selon la théorie des échelons supérieurs « Upper echelons » de (Hambrick et Mason 1984), la performance de l'entreprise en termes de stratégie et d'efficacité, constitue le reflet des valeurs et des caractéristiques managériales de ses dirigeants. Le directeur général est présumé avoir un point de vue global qui apporte une orientation développée généralement à partir de son expérience. De même, le président directeur général est un acteur clé dans les décisions des F&A, il joue généralement un rôle décisif dans l'énonciation et la mise en œuvre de la stratégie du rapprochement. En effet, la compétence du dirigeant est souvent mesurée par son parcours scolaire formel et son niveau d'expérience professionnelle, dans la mesure où un niveau d'instruction élevé et une solide expérience de carrière peut servir d'indicateur de capacité dans l'innovation et la prise de décision en raison d'un processus de prise de décision éclairé et une négociation stratégique. En fait, un dirigeant compétent et expérimenté est souvent susceptible d'avoir une meilleure connaissance des marchés, des opportunités et des risques, chose qui leur permet de prendre des décisions stratégiques pertinentes en matière d'acquisition (Pigé 2002; Wiersema et Bantel 1992).

### **2.7. La structure de la direction**

La structure de fonctionnement du conseil et son impact sur la performance des entreprises constitue une des questions les plus débattues par les chercheurs. Elle réfère à la manière dont les rôles de directeur général (DG) et de président du conseil sont structurés. La dualité du PDG signifie qu'une personne occupe à la fois les postes de DG et de président du conseil. Alternativement, ces rôles peuvent être occupés séparément par deux personnes. Ainsi, deux approches théoriques principales dominent la recherche sur l'impact de la dualité sur la performance. D'abord, (Fama et French 1998; Thraya et Albouy 2012) ont défavorisé la structure combinée des deux fonctions et ont fait valoir que cela empêcherait le conseil à bien surveiller et évaluer les décisions, les politiques et les performances du DG lorsqu'il est lui-même le président du conseil. En revanche, la théorie de l'intendance (Donaldson et Davis 1991) suppose que les dirigeants sont les intendants des entreprises qui ont pour objectif d'améliorer la performance de leur organisation, et considère ainsi la dualité comme un mode de gestion qui facilite l'efficacité et la flexibilité organisationnelle de la direction notamment dans un environnement économique potentiellement dynamique.

## **2.8. La diversité du genre au sein du conseil d'administration**

La présence des femmes au sein des CA des entreprises a suscité beaucoup de débats et des études au cours des dernières années. En effet, Le rapport AFEP-MEDEF dans sa version révisée en janvier 2020 a placé la mixité femmes et hommes au sein des instances dirigeantes au cœur de ces modifications. Par ailleurs, la mixité du pouvoir et le professionnalisme dans les unités de décision a incité les chercheurs à s'interroger quant à l'apport de l'intervention féminine dans la prise de décision. De ce fait, plusieurs études empiriques ont essayé d'analyser les liens existants entre la présence des femmes dans les CA et la performance des entreprises. Ces travaux affichent en général des résultats non concluants. Cependant, une grande partie des travaux confirme l'existence soit une relation positive entre la diversité du conseil et la valeur de l'entreprise (Carter, et al. 2003; Campbell et Vera 2008; Dezső, et al. 2016), soit une relation négative (Lee et James 2007; Adams et Ferreira 2008).

## **2.9. Présence d'un administrateur politicien**

La littérature a largement prouvé l'impact de la composition du CA et la qualité de ses membres sur les performances de l'entreprise. Ainsi, bien que la présence d'une personne du monde politique puisse apporter plusieurs avantages à l'entreprise en termes de notoriété et accès facile aux capitaux, un administrateur politicien peut exercer une certaine pression pour prendre des décisions stratégiques en son faveur basées sur des choix politiques plutôt qu'une volonté d'optimisation de la performance. Chose qui peut impacter négativement les performances de l'entreprise. A cet égard, (Gao, et al. 2019) ont examiné l'impact de la nature de la propriété en étudiant comment les relations politiques peuvent affecter la performance post- F&A. Les auteurs ont trouvé que les entreprises ayant des relations politiques ont des performances post-F&A plus élevées que leurs homologues qui n'ont pas des liens politiques. Également, les investisseurs réagissent plus positivement aux annonces de F&A faites par des entreprises politiquement connectées. Les auteurs ont expliqué ce résultat par les faveurs que les relations politiques apportent aux acquéreurs connectés en termes d'accès aux prêts bancaires et aux avantages fiscaux.

## Conclusion

L'ensemble des études empiriques ont essayé d'analyser la performance opérationnelle à long terme et la performance boursière à court et à long terme suite aux F&A. Ainsi, les résultats obtenus sont mitigés et non concluants, dans la mesure où une première catégorie des études affiche une amélioration de la performance post-F&A des entreprises, une deuxième catégorie indique une dégradation de cette performance, en revanche, certaines études trouvent une variation non significative des rendements anormaux. Dans l'ensemble, ces études suggèrent que les effets des opérations de F&A sur la performance post-F&A des entreprises varient en fonction du secteur, du contexte, de la période étudiée, des mesures de performance mobilisées. tels facteurs jouent un rôle crucial sur les résultats observés. Par ailleurs, le parcours de ces études dévoile la prédominance des études anglo-saxonnes, par rapport aux autres marchés examinés, suivi du marché européen. Tandis que les études réalisées sur les pays émergents en matière de création de valeur et F&A sont très limitées.

Parallèlement à l'appréciation de la performance opérationnelle et boursière post-acquisition, ces études ont également abordé les facteurs explicatifs de cette performance. C'est ainsi que plusieurs déterminants de gouvernance ont été identifiés et examinés pour expliquer le sens de la variation de la performance post-F&A (la concentration du capital, la nature de l'actionnariat familial, étatique et institutionnel, les attributs du conseil d'administration comme la taille, la structure de la direction, la diversité du genre, compétence du dirigeants, qualité des administrateur ). Toutefois, les résultats ne se concordent pas, s'opposent dans certains cas, et il ressort que les variables déterminantes testées ne montrent pas toujours un impact significatif sur la performance post-F&A.

## BIBLIOGRAPHIE

- Abhyankar, A, Keng-Y, et Huainan Z. 2005. « Long-Run Post-Merger Stock Performance of UK Acquiring Firms: A Stochastic Dominance Perspective ». *Applied Financial Economics* 15 (10): 679-90.
- Adams, B, et Daniel F. 2008. « Women in the Boardroom and Their Impact on Governance and Performance ». *Institute of Economic Research*, n° 2008-7: 56.
- Agrawal, A, Jeffrey F, et Mandelker. 1992. « The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-Examination of an Anomaly ». *The Journal of Finance* 47 (4): 1605-21.
- Andrade, G, Mark M, et Erik S. 2001. « New Evidence and Perspectives on Mergers ». *Journal of Economic Perspectives* 15 (2): Pages 103-120.
- Asquith, P, F. Bruner, et W. Mullins. 1983. « The Gains to Bidding Firms from Merger ». *Journal of Financial Economics* 11 (1-4): 121-39.
- Black, B. S., H. Jang, et W. Kim. 2006. « Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea ». *Journal of Law, Economics, and Organization* 22 (2): 366-413.
- Boubakri, N, Jean-Claude C, et Omrane G. 2005. « Post-privatization Corporate Governance: The Role of Ownership Structure and Investor Protection », 51.
- Brown Jr., William O., et Michael T. Maloney. 1999. « Exit, Voice, and the Role of Corporate Directors: Evidence From Acquisition Performance ». *SSRN Electronic Journal*.
- Campa, J, et Ignacio H. 2006. « M&As Performance in the European Financial Industry ». *Journal of Banking & Finance* 30 (12): 3367-92.
- Campbell, K, et Antonio V. 2008. « Gender Diversity in the Boardroom and Firm Financial Performance ». *Journal of Business Ethics* 83 (février): 435-51.
- Charreaux, Gérard. 1991. « Structure de propriété, relation d'agence et performance financière ». *Revue économique* 42 (3): 521-52.
- Cornett, Marcia Millon, et Hassan Tehranian. 1992. « Changes in Corporate Performance Associated with Bank Acquisitions ». *Journal of Financial Economics* 31 (2): 211-34.
- Dahya, J, Andrey G, Dimitris P, et Nickolaos G. 2019. « Governance mandates, outside directors, and acquirer performance ». *Journal of Corporate Finance* 59 (12): 218-38.
- Datta, Sudip, Mai Iskandar-Datta, et Kartik Raman. 2001. « Executive Compensation and Corporate Acquisition Decisions ». *The Journal of Finance* 56 (6): 2299-2336.
- Demsetz, Harold, et Belén Villalonga. 2001. « Ownership Structure and Corporate Performance ». *Journal of Corporate Finance* 7 (3): 209-33.

- Devos, E, Palani-Rajan K, et Srinivasan K. 2009. « How Do Mergers Create Value? A Comparison of Taxes, Market Power, and Efficiency Improvements as Explanations for Synergies ». *Review of Financial Studies* 22 (3): 1179-1211.
- Dezső, L., David R, et Jose, U. 2016. « Is There an Implicit Quota on Women in Top Management? A Large-Sample Statistical Analysis: ». *Strategic Management Journal* 37 (1): 98-115.
- Dodd, Peter. 1980. « Merger Proposals, Management Discretion and Stockholder Wealth ». *Journal of Financial Economics* 8 (2): 105-37.
- Dutta, S, et V. Jog. 2009. « The Long-Term Performance of Acquiring Firms: A Re-Examination of an Anomaly ». *Journal of Banking & Finance* 33 (8): 1400-1412.
- Elgers, Pieter T., et John J. Clark. 1980. « Merger Types and Shareholder Returns: Additional Evidence ». *Financial Management* 9 (2): 66.
- Fama, F, L. Fisher, M. Jensen, et Richard Roll. 1969. « The Adjustment of Stock Prices To New Information ». *International Economic Review* 10 (1): 1-21.
- Fama, F., et R. French. 1998. « Value versus growth: the international evidence ». *Journal of Finance* LIII, 1975-99.
- Ferchichi, R, et Souam, S. 2015. « Caractéristiques, motivations et performances des fusions et acquisitions en Tunisie ». *Revue d'économie industrielle*, n° 150 (juin): 9-50.
- Francoeur, C, et Rakoto, P. 2006. « La gestion des bénéficiaires et la performance boursière: cas des entreprises acquéreuses canadiennes ». CCAI, 29.
- Gao, W, Zhen H, et Ping Y. 2019. « Political Connections, Corporate Governance and M&A Performance: Evidence from Chinese Family Firms ». *Research in International Business and Finance* 50 (12): 38-53.
- Hambrick, Donald C., et Phyllis A. Mason. 1984. « Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers ». *Academy of Management Review* 9 (2): 193-206.
- Hamza, T. 2009. « Determinants of short-term value creation for the bidder: Evidence from France ». *Journal of Management & Governance* 15 (mai): 157-86.
- Healy, M, Krishna C. et S. Rubak. 1992. « Does Corporate Performance Improve After Mergers? » *National Bureau Of Economic Research*, n° 3348 (mai): 42.
- Heldenbergh, A. 2000. « Les motivations des offres publiques d'acquisition ». *Courrier hebdomadaire du CRISP* n° 1693-1694 (28): 1-69.
- Higson, C, et Elliott, J. 1994. « The Performance of UK Takeovers ». SSRN Scholarly Paper ID 5476. Rochester, NY: Social Science Research Network.

- Ibrahimi, M, et Amine M. 2020. « L'impact de l'annonce des F&A sur la richesse actionnariale des acquéreurs : cas de la région MENA ». *Gestion* 2000 37 (11): 69.
- Jensen, M.C. 1986. « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers ». In *Corporate Bankruptcy*, 1<sup>re</sup> éd., 11-16. Cambridge University Press.
- King, R., et Santor, K. 2008. « Family Values: Ownership Structure, Performance and Capital Structure of Canadian Firms ». *Journal of Banking & Finance* 32 (11): 2423-32.
- Langetieg, T. 1978. « An Application of a Three-Factor Performance Index to Measure Stockholder Gains from Merger ». *Journal of Financial Economics* 6 (4): 365-83.
- Lau, B, Alex P, et Sue W. 2008. « Accounting Measures of Operating Performance Outcomes for Australian Mergers ». *Journal of Applied Accounting Research* 9 (3): 168-80.
- Limmack, R. J. 1991. « Corporate Mergers and Shareholder Wealth Effects: 1977-1986 ». *Accounting and Business Research* 21 (83): 239-52.
- Loughran, T, et Anand M.. 1997. « Do Long-Term Shareholders Benefit From Corporate Acquisitions? » *The Journal of Finance* 52 (5): 1765-90.
- Mall, P, et Kapil Ga. 2019. « Impact of Merger Announcements on Stock Returns of Acquiring Firms: Evidence from India ». *Journal of Commerce & Accounting Research* 8: 46-53.
- Mard, Y, Sylvain M, et Fabien R. 2014. « Structure de l'actionnariat et performance financière de l'entreprise : le cas français ». *Finance Contrôle Stratégie*, n° 17-4 (12).
- Martynova, M, Oosting, S. et Renneboog, L. 2006. « The Long-Term Operating Performance of European Mergers and Acquisitions ». *SSRN Electronic Journal*.
- Masulis, W., Cong W, et Fei X. 2007. « Corporate Governance and Acquirer Returns ». *The Journal of Finance* 62 (4): 1851-89.
- Meghouar, H, et Sbai, H. 2013. « The Performance of bank mergers and acquisitions: The case of the commercial bank of Morocco and wafabank ». *La Revue Gestion et Organisation* 5 (1): 71-78.
- Meier, O, et G. Schier. 2009. « Fusions Acquisitions ». *Dunod, Paris, 2009*, n° ISBN 978-2-10-053861-4: 339.
- Mueller, Dennis C. 1985. « Mergers and Market Share ». *The Review of Economics and Statistics* 67 (2): 259.
- Neelam, R, S. Yadav, et P.K. Jain. 2013. « Impact of Corporate Governance Score on Abnormal Returns of Mergers and Acquisitions ». *Procedia Economics and Finance* 5: 637-46.
- Pawaskar, V. 2001. « Effect of Mergers on Corporate Performance in India ». *Vikalpa* 26 (1): 19-32.

- Phélizon, C. 2001. « L'impact des offres publiques sur la richesse des actionnaires : une étude des anticipations des agents selon le motif de l'acquisition ». *Revue d'économie financière* 61 (1): 139-52.
- Powell, G., et W. Stark. 2005. « Does Operating Performance Increase Post-Takeover for UK Takeovers? A Comparison of Performance Measures and Benchmarks ». *Journal of Corporate Finance* 11 (1-2): 293-317.
- Rahman, R, et R. J. Limmack. 2004. *Operating Performance of Malaysian Companies*.
- Rau, P. R, et Theo V. 1998. « Glamour, Value and the Post-Acquisition Performance of Acquiring Firms ». *Journal of Financial Economics* 49 (2): 223-53.
- Ravenscraft, J., et F. M. Scherer. 1987. « Life After Takeover ». *The Journal of Industrial Economics* 36 (2): 147.
- Sbai, H. 2013. « Les déterminants de la destruction de valeur pour l'acquéreur : une étude française ». *Recherches en Sciences de Gestion* 95 (2): 107.
- Sbai, H, et Abdelhak S. 2016. « Les Déterminants De La Performance Opérationnelle À Long Terme Des Acquéreurs Français », 20.
- Schoenberg, Rd. 2006. « Measuring the Performance of Corporate Acquisitions: An Empirical Comparison of Alternative Metrics ». *British Journal of Management* 17 (4): 361-70.
- Sghaier, A, et Taher H. 2018. « Les gains de synergie des fusions-acquisitions bancaires européennes : sources et déterminants ». *Gestion 2000* 35 (2): 145.
- Sharma, S., et Jonathan H. 2002. « The Impact of Acquisitions on Operating Performance: Some Australian Evidence ». *Journal of Business Finance & Accounting* 29 (1-2): 155-200.
- Shleifer, A, et Robert V. 1997. « A survey of corporate governance. pdf ». National Bureau Of Economic Research. 1997.
- Sudarsanam, P, Ashraf M, et Alan F. 2001. « Glamour Acquirers, Method of Payment and Post-Acquisition Performance: The UK Evidence ». *SSRN Electronic Journal*.
- Thraya, M, et Michel M. 2012. « Enracinement des actionnaires de contrôle et performance à court terme des fusions-acquisitions en France ». *Finance Contrôle Stratégie*, n° 15-4.
- Yaacob, Mohd Hasimi, et Norazlan Alias. 2018. « Ownership Structure, Types of M&A and Long-Term Performance ». *Jurnal Pengurusan* 52: 235-44.
- Yeh, Tsung-ming, et Yasuo Hoshino. 2002. « Productivity and Operating Performance of Japanese Merging Firms: Keiretsu-Related and Independent Mergers ». *Japan and the World Economy* 14 (3): 347-66.