

# **Les caractéristiques des prises de contrôle, de l'acquéreur et la performance opérationnelle à long terme des acquéreurs : une étude française**

**Hicham Sbai**  
**Docteur- ATER à l'IAE de Limoges- CREOP**

## Résumé

*Cette étude examine la relation entre les caractéristiques des transactions, de l'entreprise acquéreuse et la performance opérationnelle à long terme des acquéreurs. Les facteurs étudiés sont le mode de paiement, la taille relative de la cible,  $q$  Tobin, la proximité sectorielle, l'attitude hostile, l'acquisition transfrontalière, le niveau d'encaisse et d'endettement pré-acquisition. La plupart de ces facteurs sont examinés pour la première fois dans le contexte français. Basés sur un échantillon de 48 acquisitions par offre publique réalisés par les entreprises acquéreuses françaises entre 1998 et 2003, les résultats montrent que la performance à long terme est négativement influencée par le niveau de liquidité. En revanche, les autres facteurs explicatifs n'ont pas d'effet significatif sur la performance à long terme pour l'entreprise acquéreuse.*

Mots clés : OPA/E, performance opérationnelle, flux de trésorerie d'exploitation, facteurs explicatifs.

## INTRODUCTION

Le phénomène de prise de contrôle a connu une croissance rapide depuis les années 90, malgré un récent ralentissement à cause de la crise de subprime. Les différentes études qui ont porté sur l'impact des F&A sur performance opérationnelle à long terme de l'entreprise acquéreuse ont présenté des résultats mitigés. Alors que certaines études confirment une amélioration significative de la performance post-acquisition (Healy et al.1992 ; Heron et Lie, 2002 ; Rahman et Limmack, 2004; Yeh et André, 2007), d'autres études montrent une modeste amélioration de la performance post-acquisition (Ghosh, 2001 ; Moeller et Schlingemann, 2004 ; Sharma et Ho, 2002). De plus, il existe d'autres qui ont montré une détérioration significative de la performance opérationnelle suite à une acquisition (Clark et Ofek, 1994 ; Hoshino et Yeh, 2001 ; Kruse et al.2002).

Le caractère mitigé de ces résultats rencontre plusieurs explications dans la littérature théorique et empirique : synergie économique et financière, le remplacement des dirigeants incompetents de la cible, l'hypothèse d'hubris, l'exploitation de free cash flow, l'ambition des dirigeants. Bradley et Sundaram (2004) notent qu'il ne s'agit que d'explications partielles, et que certaines acquisitions sont parfaitement justifiées. Parmi les divers déterminants de ce processus, les caractéristiques de l'offre et de l'entreprise acquéreuse constituent des facteurs qui peuvent expliquer la performance opérationnelle postérieure à l'acquisition.

Cette étude porte sur l'analyse d'un échantillon de 48 acquisitions par offre publique réalisées en France durant la période de 1998 à 2003. A notre connaissance, elle est la première à examiner spécifiquement la relation entre les caractéristiques de transaction, les caractéristiques des entreprises acquéreuses et la performance à long terme des acquéreurs en France. Nous adoptons un cadre d'analyse multivariée pour étudier le lien entre les caractéristiques des prises de contrôle, de l'entreprise acquéreuse et la performance opérationnelle pendant la période post-acquisition. Nous étudions successivement : l'impact du choix de financement, la taille relative de la cible, la similarité des secteurs d'activités, le ratio q de Tobin, le caractère transfrontalier, l'offre hostile, le niveau de liquidité et d'endettement sur la performance post-acquisition des entreprises acquéreuses.

Les résultats de cette étude indiquent que les entreprises acquéreuses françaises réalisent une modeste amélioration de la performance opérationnelle pendant la période post-acquisition. Le niveau de liquidité de l'acquéreur est lié négativement à la performance à long terme, cela donne à penser que les entreprises riches en liquidité sont susceptibles d'être

impliqués dans des mauvaises acquisitions. Ce résultat rejoint la théorie de free cash flow de Jensen (1986) et le résultat de Harford (1999). En revanche, pour les autres facteurs explicatifs, l'impact n'est pas significatif sur la performance opérationnelle à long terme des acquéreurs.

Cet article est organisé de la manière suivante : dans un premier temps, nous exposerons la revue de littérature portant sur les motifs des prises de contrôle et sur le lien entre les facteurs explicatifs et la performance postérieurement à l'acquisition. Dans un second temps, nous y décrivons l'échantillon et notre modèle empirique. Dans un troisième temps, nous présentons les résultats de notre étude. Enfin, nous présentons la conclusion de notre étude.

## **1. REVUE DE LITTÉRATURE**

### **1.1. MOTIFS DES FUSIONS & ACQUISITIONS**

D'une manière générale, il existe deux principaux motifs des prises de contrôle. Le premier découle des synergies attendues. La recherche de synergies constitue généralement la principale motivation avancée par les dirigeants de la société incitatrices d'une opération de prise de contrôle. Ces synergies se matérialisant au niveau du cycle d'exploitation (Goergen et Renneboog, 2004), ainsi que dans l'accroissement du pouvoir de marché (Jensen et Ruback, 1983). Elles peuvent également d'être de nature financière et trouvent une traduction dans la réduction du risque par la diversification, la réduction du risque de faillite et dans les gains liés au cycle de financement. Enfin, elles se matérialisent, selon l'argument de l'amélioration de l'efficacité opérationnelle, par le remplacement des dirigeants inefficaces (Bradley et al., 1988).

Le second motif est lié à l'intérêt des dirigeants. Les intérêts des dirigeants peuvent se manifester sous plusieurs formes, comme des stratégies de construction d'empire (Marris, 1963), stratégie de diversification pour protéger leur capital humain (Amihud et Lev, 1981). A cet effet, Jensen (1986) soutient que l'abondance de free cash flow à la disposition des dirigeants conduit à surpayer les acquisitions. Ce processus de surinvestissement synonyme d'accroissement de la taille de la société favorise leur enracinement<sup>i</sup> (Shleifer et Vishny, 1989)<sup>ii</sup>.

### **1.2.1. Mode de paiement**

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 sur le lien entre le mode de paiement et la performance post-acquisition sont mitigés. Ghosh (2001), Linn et Switzer (2001), Moeller et Schlingemann (2004) trouvent que les regroupements financés en espèces sont associés à une amélioration plus élevée que d'autres formes de paiement. La première explication que les regroupements financés en espèces sont susceptibles de conduire à un remplacement des équipes dirigeantes de la cible, qui pourrait amener à une amélioration de la performance post-acquisition (Denis et Denis, 1995 ; Ghosh et Ruland, 1998). Une autre explication est que le paiement en espèces est souvent financé par l'endettement (Ghosh et Jain, 2000). Le financement par endettement incite les dirigeants à travailler plus par peur de la faillite de l'entreprise et permet également de limiter les coûts d'agence des free cash flows en réduisant les cash flows librement utilisable par les dirigeants (Jensen et Meckling, 1976). En tant que tel, les regroupements financés en espèces sont plus susceptibles d'apporter de discipline de gestion. Toutefois, la majorité des études empiriques ne confirment pas cette association entre le mode de paiement et la performance opérationnelle post-acquisition des entreprises fusionnées (Healy et al., 1992 ; Sharma et Ho, 2002 ; Powell et Stark, 2005 ; Martynova et al., 2007).

Hypothèse 1 : Les gains des sociétés acquéreuses sont plus élevés lors des offres en espèces que lors des offres en titres.

### **1.2.2. 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'échelles,

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) note la difficulté de contrôler une grande entreprise cible surpasse les synergies opérationnelles et conduit à une détérioration de la performance. Toutefois, la majorité des études ne rapportent aucune relation significative entre la taille relative de la cible et la performance post-acquisition (Healy et al., 1992 ; Sharma et Ho, 2001 ; Heron et Lie, 2002 ; Powell et Stark, 2005 ; Carline et al., 2009).

Hypothèse 2 : Les acquéreurs de grande taille réalisent des acquisitions moins performantes.

### **1.2.3. Proximité sectorielle**

Healy et al. (1992,1997) trouvent que les gains de productivité sont plus forts que le degré de similitude entre les activités des entreprises impliquées dans les regroupements est élevé. En moyenne pour ce type de regroupement, le rendement excédentaire des flux de trésorerie d'exploitation, pour les cinq années qui suivent l'acquisition, est supérieurs de 2,7% à l'industrie. Dans le cas des disparités dans les activités, les rendements sont statistiquement nuls. En revanche, Ghosh (2001) et Kruse et al. (2002) trouvent que la performance opérationnelle des acquisitions conglomerales surpasse les acquisitions horizontales. Cependant, la majorité des études empiriques ne trouvent pas de lien significatif entre la proximité sectorielle et la performance opérationnelle post-acquisition (Linn et Switzer, 2001 ; Sharma et Ho, 2002 ; Powell et Stark, 2005 ; Martynova et al., 2007 ; Carline et al., 2009).

Hypothèse 3 : La similarité des secteurs d'activités entre l'acquéreur et la cible a un impact positif sur la performance des acquéreurs.

### **1.2.4. Caractère transfrontalier**

Eun et al. (1996) soulignent que les acquisitions transfrontalières pourraient générer de la valeur aux actionnaires des deux entreprises concernées, en particulier lorsque les dirigeants de l'entreprise acquéreuse sont en mesure de profiter des imperfections des marchés étrangers. Le test empirique confirme que les entreprises acquéreuses obtiennent des

gains monétaires lorsqu'ils réalisent des acquisitions transfrontalières. Gugler et al. (2003) trouvent que les acquisitions transfrontalières ont un impact significatif sur la performance opérationnelle post-acquisition.

Par ailleurs, la recherche en gestion internationale (Datta et Puia, 1995 ; Morisini et al., 1998 ; Chakrabarti et al., 2009) soutient que la distance culturelle entre le pays de l'entreprise acquéreuse et celui de la cible est susceptible d'affecter la performance lors des acquisitions transfrontalières. Les différences culturelles peuvent accroître les problèmes d'intégration de l'entreprise cible et pourrait se traduire par des difficultés à gérer le processus post-acquisition (Schoenberg, 1999). Moeller et Schlingemann (2004) et Martynova et al. (2007) montrent que les acquisitions transfrontalières réalisent une performance opérationnelle post-acquisition plus faible que les acquisitions domestiques.

Hypothèses 4 : Les acquisitions transfrontalières se traduisent par des gains plus importants que les acquisitions domestiques.

### **1.2.5. Ratio q de Tobin**

Les résultats empiriques sont mitigés. Dong et al. (2006) ont montré que les entreprises qui enregistrent les pertes les plus considérables possèdent des ratios q de Tobin parmi les plus élevés de celles qui réalisent des acquisitions. En revanche, Freund et al. (2007) et Carline et al. (2009) ne trouvent pas une association significative entre le niveau de q de Tobin et la performance opérationnelle post-acquisition.

Hypothèse 5 : Les sociétés incitatrices dont le ratio q de Tobin supérieur à 1 devraient réaliser une meilleure performance.

### **1.2.6. Niveau d'encaisse et d'endettement**

Selon la théorie de Free Cash Flow (FCF) de Jensen (1986), les entreprises acquéreuses disposant de FCF excessif sont plus susceptibles d'être impliquées dans les mauvaises acquisitions, et par conséquent peut conduire une contre performance post-acquisition. Les travaux empiriques de Harford (1999) et de Moeller et Schlingemann (2004) confirment cette hypothèse. En revanche, Carline et al. (2009) trouvent un effet négatif mais pas significatif sur la performance à long terme des acquéreurs.

Jensen (1986,1987), Harris et Raviv (1990) et Stulz (1990) trouvent que la dette a un impact positif puisqu'elle permet de réduire les phénomènes d'agence<sup>iii</sup> et augmenter le contrôle des dirigeants<sup>iv</sup>. 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) confirment la relation positive entre un endettement élevé et la performance post-acquisition, alors que Clark et Ofek (1994), Switzer (1996), Linn et Switzer (2001) ne trouvent pas de relation significative entre un endettement élevé et la performance opérationnelle post-acquisition.

Hypothèse 6 : Plus la société incitatrice dispose d'une liquidité abondante, plus la performance opérationnelle se détériore après acquisition.

Hypothèse 7 : Les sociétés incitatrices dont le taux d'endettement est plus élevé devraient enregistrer une meilleure performance.

### **1.2.7. Attitude hostile ou amicale des dirigeants**

L'attitude hostile ou amicale des dirigeants de la cible pourrait avoir un impact sur la performance opérationnelle post-acquisition. Un rapprochement est habituellement jugé hostile lorsqu'une offre publique d'achat est rejetée agressivement par l'entreprise cible, lors d'une acquisition hostile, l'entreprise acquéreuse fait une offre publique est négocié directement avec les actionnaires plutôt qu'avec les dirigeants. Par ailleurs, les rapprochements amicaux découlent des négociations entre les dirigeants des entreprises impliquées et sont axés sur la réalisation des synergies. Les résultats sur le lien entre l'attitude hostile ou amicale des dirigeants et la performance post-acquisition sont mitigés. Opler et Weston (1993) notent que les acquisitions amicales génèrent une performance moindre que lorsque l'entreprise cible s'oppose à la transaction. En revanche, Healy et al. (1992,1997) rapportent que les offres amicales génèrent une performance supérieure à l'industrie pour les entreprises fusionnées, les transactions hostiles ne semblent pas avoir pour effet d'améliorer la performance opérationnelle à long terme des acquéreurs. Enfin, Ghosh (2001), Powell et Stark (2005) ne trouvent aucune relation significative entre l'attitude hostile des dirigeants et la performance opérationnelle post-acquisition.

Hypothèse 8 : Les offres hostiles ont un impact négatif sur la performance des sociétés acquéreuses.

## 2. METHODOLOGIE DE LA RECHERCHE

### 2.1. SELECTION DE L'ECHANTILLON

Notre échantillon initial est composé de 362 acquisitions, soit toutes les acquisitions par offre publique recensées dans la base de données Thomson One Banker (Deals) et dans des bulletins mensuels d'information de l'autorité des marchés financiers (AMF) et réalisées par les entreprises françaises entre 1998 et 2003. Nous éliminons de notre échantillon initial :

- i) Les opérations dont le statut déclaré non complété par la base de données Thomson one Banker- Deals subséquemment à l'annonce de l'acquisition ;
- ii) L'opération dont le code de l'acquéreur et la cible ne sont pas disponibles dans la base de données Worldscope ;
- iii) Les opérations dont l'entreprise acquéreuse appartient à des entreprises financières (codes SIC 6000-6799), en raison de leur comptabilité unique et leurs conditions de normalisation qui les rendent difficiles à comparer avec les entreprises non financières (Barber et Lyon, 1996 ; Sharma et Ho, 2002) ;
- iv) Les acquisitions multiples, dans la mesure où la présence de multiples acquéreurs ne permet pas d'individualiser la performance de chaque opération et de s'assurer que les résultats ne soient pas biaisés par l'effet d'acquisitions multiples.

En appliquant ces critères de sélection à l'échantillon initial, nous avons obtenu un échantillon final de 48 OPA/E réalisées par 48 entreprises acquéreuses. De plus, en faisant la distinction entre une OPA et une OPE, l'échantillon des entreprises acquéreuses sélectionnées se compose de 30 OPA, 14 OPE et de 4 OPA/E. Notons aussi que les entreprises acquéreuses choisies se trouvent dans des secteurs d'activité très variés. Nous avons en totalité 22 secteurs différents. Ces secteurs sont repérés en se basant sur le code SIC (Standard Industrial Classification). Parmi ces secteurs, celui de services aux entreprises se trouve au premier rang (17,08%), le deuxième rang appartient au secteur d'industrie alimentaire (8,51%). Dans d'autres secteurs, des offres sont réparties assez équitablement. Nous présentons dans le tableau 1 ci-dessous la répartition des opérations en fonction de l'année et de la nature de l'offre.

Tableau 1. **Répartition annuelle des opérations**

Année	OPA	OPE	OPA/E	Total
1998	1	0	0	1
1999	10	3	1	14
2000	11	6	1	18
2001	5	3	1	9
2002	3	1	1	5
2003	0	1	0	1
Total	30	14	4	48

## 2.2. DESCRIPTION DES VARIABLES

Le tableau 2 présente une description des variables dépendantes et indépendantes de notre modèle.

### 2.2.1. Variables dépendantes

#### MESURE DE LA PERFORMANCE

Sur la base de Healy et al. (1992), cette étude utilise le flux de trésorerie d'exploitation pour mesurer la performance opérationnelle. Nous définissons le flux de trésorerie d'exploitation comme le bénéfice avant impôts, charges financières, dépréciations et amortissements (EBIDTA : Earning Before, Interest Taxes Depreciation and Amortization). Cette mesure permet de mieux informer sur la rentabilité des capitaux engagés dans l'activité productive, indépendamment de la structure de financement choisie. Ajoutons à cela qu'elle n'est pas affectée par la politique fiscale (impôts sur les bénéfices) ou par sa politique d'investissement (amortissements).

Par ailleurs, afin de rendre la performance opérationnelle comparable dans le temps et dans l'espace, le flux de trésorerie d'exploitation de chaque entreprise pendant la période d'événement (3 ans avant et 3 ans après l'acquisition) est rapporté à son total des actifs (Total Assets : TA) l'ayant générés dans le même période t. Ce qui nous donne le ratio suivant : (EBITDA)/TA.

#### BENCHMARK DE LA PERFORMANCE

Notre étude porte sur la comparaison de la performance des entreprises acquéreuses d'OPA/E. Pour mesurer la variation de la performance opérationnelle, nous construisons un échantillon des entreprises de contrôle en se basant sur le secteur d'activité et la taille. La méthode de sélection des entreprises de contrôle est proposée par Barber et Lyon (1996).

Nous sélectionnons pour chaque entreprise acquéreuse une entreprise de contrôle en utilisant les critères suivants :

- i) Etre dans le même secteur d'activité que les entreprises acquéreuses en utilisant la Classification Industrial Standard de la base de données Thomson One Banker (les deux premiers chiffres de code SIC) ;
- ii) Avoir une taille (mesurée par l'actif total) qui est située entre 70% et 130% de l'entreprise impliquée dans une OPA/E; et ce, l'année qui précède l'OPA/E;
- iii) Rester non concernée par une opération de rapprochement pendant les trois années avant et après l'année d'acquisition;
- iv) Disposer des données comptables nécessaires à notre étude empirique sur les trois années avant et après la date d'annonce d'OPA/E, sur la base de données Thomson one Banker.

### **2.2.2. Variables indépendantes**

*La méthode de paiement (STOCK).* Nous utilisons une variable dichotomique qui prend la valeur 1 lorsque le regroupement est financé en titres et 0 autrement.

*La proximité sectorielle entre l'entreprise acquéreuse et l'entreprise cible (FOCUS).* Dans cette étude, nous avons créé une variable dichotomique qui prend la valeur 1 lorsque les entreprises impliquées dans les acquisitions ont le même code SIC à deux chiffres et 0 autrement.

*Le caractère transfrontalier (CROSSBORDER).* Nous utilisons une variable dichotomique qui prend la valeur 1 lorsque l'entreprise cible non française et 0 autrement.

*Le ratio Q de Tobin (Q).* Cette variable est mesurée par le rapport entre la somme de la valeur comptable de la dette à long terme, des actions privilégiées, de la valeur marchande des actions ordinaires et la valeur comptable des actifs. Cette variable est un indicateur de la qualité de l'équipe de direction en place. Un ratio supérieur à 1 indique que les décisions d'investissements de l'entreprise sont perçues favorablement par les marchés financiers. Dans notre étude, nous avons créé une variable dichotomique qui prend la valeur 1 lorsque le ratio Q de Tobin est supérieur à l'unité et 0 autrement.

*Le niveau de liquidité (CASHLIQ).* Cette variable est mesurée par le ratio disponibilités et disponibilités équivalentes sur le total d'actif de l'entreprise acquéreuse à la fin d'année financière précédant celle de l'annonce de l'acquisition. Nous avons créé une variable

dichotomique qui prend la valeur 1 si l'entreprise acquéreuse dispose d'un niveau de liquidité supérieur à la médiane et zéro autrement.

*La taille relative de la cible (SIZE).* Cette variable est mesurée par le ratio de l'actif total de la cible sur l'actif total de l'entreprise acquéreuse à la fin d'année financière précédant celle de l'annonce de l'acquisition. Nous avons créé une variable dichotomique qui prend la valeur 1 si la taille relative de la cible est supérieure à la médiane et zéro autrement.

*Le niveau d'endettement (DEBT).* Cette variable est mesurée par le ratio de la dette à moyen et à long terme sur l'actif total de l'entreprise acquéreuse à la fin d'année financière précédant celle de l'annonce de l'acquisition. Nous avons créé une variable dichotomique END qui prend la valeur 1 si l'entreprise acquéreuse dispose d'un niveau d'endettement supérieur à la médiane et zéro autrement.

*L'attitude hostile des dirigeants (HOSTILITE).* Nous utilisons une variable dichotomique qui prend la valeur 1 lorsque le caractère de l'offre est hostile et 0 autrement.

Tableau 2- **Description des variables**

Variables	Description
La variable dépendante	
(Post-Pre) i	La différence médiane entre la performance post-acquisition ajustée à l'entreprise de contrôle et la performance pré-acquisition ajustée à l'entreprise de contrôle pour l'acquéreur i
Les variables indépendantes	
STOCK	=1 si la transaction est financée exclusivement par paiement en titres et zéro autrement
FOCUS	= 1 si l'entreprise cible a le même code SIC à deux chiffres que celui de l'entreprise acquéreuse
CROSSBORDER	= 1 si l'entreprise cible est non française et zéro autrement
Q	= 1 lorsque l'entreprise acquéreuse possède un ratio q supérieur à l'unité et zéro autrement
CASHLIQ	= 1 lorsque l'entreprise possède un ratio supérieur à la médiane de l'échantillon et zéro autrement
SIZE	= 1 lorsque la taille relative de la cible est supérieure à la médiane de l'échantillon et zéro autrement
DEBT	=1 lorsque le niveau d'endettement de l'entreprise acquéreuse est supérieur à la médiane et zéro autrement
HOSTILITE	= 1 lorsque l'attitude des dirigeants de la cible est hostile et zéro autrement

### 3. RESULTATS

#### 3.1. RENTABILITE DES FLUX DE TRESORERIE D'EXPLOITATION

Le tableau 3 présente les rentabilités médianes des flux de trésorerie d'exploitation (avant, après et le changement) pour les entreprises acquéreuses et la rentabilité de flux de trésorerie d'exploitation ajustée à l'entreprise de contrôle.

Les résultats de tableau 3 indiquent que le ratio de flux de trésorerie d'exploitation des entreprises acquéreuses baisse de 11,53% au cours de l'année -3 à 11,27% l'année 3. La performance pré-acquisition annuelle médiane des années -3 à -1 ajustée à l'entreprise de contrôle est négative de -0,85%, tandis que la performance opérationnelle post-acquisition positive de 0,70%. Les deux résultats ne sont pas significatifs. Ces résultats montrent que la performance des acquéreurs qui sont impliqués dans des acquisitions par offre publique est plus élevée que celle des entreprises de contrôle. La différence médiane entre la performance post et pré-acquisition est positive et non significative de 0,89%.

Les résultats obtenus suggèrent que les acquisitions par offre publique génèrent une modeste amélioration de la performance opérationnelle post-acquisition pour les entreprises acquéreuses. Si ces résultats sont similaires avec des études empiriques antérieures qui trouvent une amélioration de la performance post-acquisition (Mueller, 1980 ; Herman et Lowenstein, 1988 ; Ghosh, 2001 ; Sharma et Ho, 2002), ils sont en contradiction avec d'autres études empiriques qui observent une amélioration significative de la performance post-acquisition (Healy et al., 1992 ; Switzer, 1996 ; Lin et Switzer, 2001 ; Heron et Lie, 2002 ; Rahman et Limmack, 2004 ; Yen et André, 2007).

Tableau 3- **Rentabilité des flux de trésorerie d'exploitation**

Année relative à l'acquisition	Non ajustée	Ajustée à l'entreprise de contrôle		Nombre d'observation
		Médian (%)	Médian (%) % positive	
-3	11,53	-2,90 <sup>**</sup>	31	41
-2	12,2	0,34	51	48
-1	12,47	-0,22	48	46
1	10,53	0,19	53	48
2	11,88	0,46	52	46
3	11,27	-0,19	47	48
RCFA <sub>pré</sub> : médiane des années -3 à -1	12,19	-0,85	48	48
RCFA <sub>post</sub> : médiane des années 1 à 3	11,27	0,70	52	48
$\Delta$ RCFA : variation de ratio de cash flow (RAFC <sub>post</sub> - RAFC <sub>pré</sub> )	-0,42 <sup>**</sup>	0,89	56	48

\*\*\* significatif au seuil de 1%, \*\* significatif au seuil de 5%, \* significatif au seuil de 10%

### 3.2. STATISTIQUES DESCRIPTIVES

Le tableau 4 présente les statistiques descriptives pour chaque variable explicative. Pour chaque variable, nous avons calculé la moyenne, l'écart type, le maximum et le minimum. Ces statistiques descriptives indiquent que ces opérations de prise de contrôle visent, en moyenne, des entreprises de petite taille. En effet, le rapport (cible/acquéreur) du total des actifs en valeur comptable (59%). Ces opérations d'acquisition visent, en moyenne les entreprises françaises (54%). Les entreprises acquéreuses utilisent dans 72% des cas le paiement en espèces comme mode de financement. Finalement, ces statistiques montrent que les entreprises acquéreuses sont, en effet moins endettées (80%) et moins liquides (87%).

Tableau 4- **Statistiques descriptives**

Variable	Moyenne	Ecart type	Maximum	Minimum
DEBT	0,202	0,111	0,404	0,004
CASHLIQ	0,134	0,10	0,487	0,012
HOSTILITE	0,065	0,249	1	0
FOCUS	0,589	0,498	1	0
Q	1,354	2,625	17,126	0,23
SIZE	0,411	0,488	1,969	0,0018
STOCK	0,283	0,455	1	0
CROSSBORDER	0,457	0,504	1	0

Le tableau 5 présente la matrice des corrélations entre les variables explicatives. Cette matrice de corrélation permet d'obtenir une première vision de l'absence d'un problème de multicolinéarité entre les variables explicative. L'ensemble des variables en question présentent des coefficients VIF inférieurs à 3 et aussi des coefficients de Tolérance supérieurs à 0,33 comme le suggère Tenenhaus (2006)<sup>v</sup>. Ces résultats suggèrent l'absence de multicolinéarité entre les variables explicatives de notre étude.

### 3.3. ANALYSE DES RESULTATS DE LA REGRESSION

Le tableau 6 présente les résultats de la régression testant la relation entre les caractéristiques de l'opération d'acquisition, les caractéristiques de l'entreprise acquéreuse et la performance opérationnelle postérieurement à l'acquisition. Les résultats indiquent que le seul coefficient associé au niveau d'encaisse a un impact significatif sur la performance post-acquisition des acquéreurs. Ce résultat est cohérent avec la théorie de free cash flow de Jensen (1986). Cette théorie suggère que les entreprises acquéreuses disposant de free cash flow excessif sont plus susceptibles d'être impliqué dans les mauvaises acquisitions, et par conséquent peut conduire une contre performance post-acquisition. Ce résultat est également conforme avec les conclusions de Harford (1999) qui montre que les sociétés riches en cash ont plus que les autres d'essayer de faire des acquisitions. De plus, lorsque les sociétés acquéreuses est riches en cash, la performance opérationnelle de la société fusionnée diminue significativement à la suite de l'offre.

L'impact de mode de paiement en titres sur la performance à long terme n'est pas significatif. D'une part, ce résultat est similaire avec les études antérieurs (Healy et 1992 ; Weston et Opler, 1993 ; Sharma et Ho, 2002 ; Powell et Stark, 2005 ; Martynova et al., 2007)

et d'autre part, ce résultat n'est pas conforme avec les résultats de Ghosh (2001), Linn et Switzer (2001) et Carline et al. (2009) et n'est pas compatible avec les théories développées par Fishman (1989) et par Berkovitch et Narayanan (1990).

Le coefficient de la variable focus est négatif. Ce résultat rejoint les conclusions de Ghosh (2001) et de Sharma et Ho (2002). Il est toutefois en contradiction avec la théorie de la gestion stratégique. Selon cette théorie, la similarité des secteurs d'activités devrait avoir un impact positif sur la valeur des entreprises. Nous ne pouvons pas rejeter l'hypothèse nulle dans laquelle la variable Lien est égale à zéro au niveau de signification conventionnelle.

Le coefficient associé à la variable q de Tobin n'est pas significatif. D'une part, ce résultat est similaire au résultat de Freund et al. (2007) et de Carline et al. (2009) et d'autre part, ce résultat n'est pas cohérent au résultat de Doukas (1995). Ce dernier montre que les entreprises acquéreuses possédant de forts ratios q obtiennent des rendements substantiellement plus élevés que celles qui possèdent de faible ratio ratios q.

Le coefficient de la variable Debt est négatif mais qui n'est pas significatif. Ce résultat n'est pas cohérent avec l'hypothèse que la dette a un impact positif sur la performance puisqu'elle permet de réduire les coûts d'agence et d'augmenter le contrôle des dirigeants. En revanche, Ce résultat est similaire de l'étude de Martynova et al. (2007).

Les offres hostiles sont associées à une faible amélioration de la performance opérationnelle à long terme. Toutefois, l'effet n'est pas statistiquement significatif. Par conséquent, nous concluons que les offres hostiles ne sont pas capables de réaliser des synergies. Ce résultat est conforme aux résultats empiriques sur le marché américain (Ghosh, 2001 ; Louis, 2004) et sur le marché européens (Martynova et al., 2007). Ce résultat est totalement en contradiction avec le résultat de Burkart et Panunzi (2006).

Le coefficient de la variable cross-border est positif. Ce résultat est cohérent avec la théorie des investissements directs étrangers. Cette théorie suppose les imperfections dans le capital international, facteur et le marché des produits (Hymer, 1976) par l'internalisation de R&D (Eun et al., 1996) existent ce qui donne un avantage compétitif aux sociétés multinationales sur les sociétés locales. Les sociétés se développant sur les marchés étrangers peuvent capturer donc des rentes qui existent du fait des marchés de produits et de facteurs internationaux imparfaits. Ce résultat en plein contradiction avec les travaux empiriques (Schoenberg, 1999 ; Moeller et Schlingemann, 2003 ; Goergen, Renneboog, 2004 ; Martynova, Renneboog, 2006). Nous ne pouvons pas rejeter l'hypothèse nulle selon laquelle le coefficient est égal à zéro.

Enfin, l'effet de la variable de la taille relative de la cible (size) sur la performance opérationnelle à long terme n'est pas significatif. Ce résultat va dans le sens de la majorité des études empiriques qui suggèrent que la performance post-acquisition n'est pas liée au facteur taille relative de la cible (Healy et al., 1992 ; Heron et Lie, 2002 ; Sharma et Ho, 2002 ; Powell et Stark, 2005 ; Martynova et al., 2007, Carline et al., 2009).

Tableau 6 - Résultats de la régression linéaire

Variable	Coefficient	Stat-t
STOCK	-0,275	1,033
FOCUS	-0,059	0,137
CROSSBORDER	0,026	0,137
Q	0,205	1,238
CASHLIQ	-0,365	-1,897 *
SIZE	0,118	0,709
DEBT	-0,255	-1,368
HOSTILITE	0,247	1,551
R <sup>2</sup>	26,5%	
R <sup>2</sup> ajusté	8,10%	
Stat.F	1,44	
Max VIF	1,609	

\*\*\* significatif au seuil de 1%, \*\* significatif au seuil de 5%, \* significatif au seuil de 10 %.

Tableau 5- Matrice des corrélations des variables explicatives

	1	2	3	4	5	6	7	8
STOCK	1	0,106 0,509	-0,490 0,001**	0,175 0,237	0,092 0,569	0,123 0,444	-0,123 0,444	0,025 0,876
FOCUS		1	0,087 0,588	0,106 0,509	-0,128 0,425	-0,169 0,291	0,169 0,291	-0,144 0,370
3. CROSSBORDER			1	-0,275 0,081	-0,072 0,656	-0,222 0,163	0,124 0,439	0,115 0,476
4. Q				1	0,199 0,213	0,230 0,148	-0,123 0,444	0,025 0,876
5. CASHLIQ					1	0,269 0,089	-0,123 0,444	0,025 0,876
6. SIZE						1	-0,121 0,449	0,101 0,532
7. DEBT							1	0,087 0,589
8. HOSTILITE								1

\*\*\*, \*\*, \* COEFFICIENTS DE PEARSON RESPECTIVEMENT SIGNIFICATIF A 1,5 ET 10%

## CONCLUSION

L'objectif de cette étude était d'étudier le lien entre les caractéristiques des prises de contrôle, de l'acquéreur et la performance à long terme des acquéreurs. Nous nous sommes intéressés à 48 acquéreurs français, impliqués dans une offre publique entre janvier 1998 et décembre 2003.

Les résultats obtenus montrent que l'impact de niveau de liquidité sur la performance à long terme des acquéreurs est significatif. Ce résultat suggère que les entreprises acquéreuses riches en cash sont plus susceptibles d'être impliquées dans les mauvaises acquisitions, et par conséquent peut conduire à une détérioration de la performance à long terme. En revanche, le mode de paiement en titre, le ratio  $q$  de Tobin, le caractère transfrontalier, la taille relative de la cible, l'attitude hostile des dirigeants, la similarité des secteurs d'activités et le niveau d'endettement ne semblent pas influencer significativement la performance opérationnelle à long terme des acquéreurs. Toutefois, il est important de noter que le mode de paiement en titres, le niveau d'encaisse excessif, la similarité des secteurs d'activités et le niveau d'endettement affectent négativement la performance opérationnelle à long terme, tandis que le caractère transfrontalier, le  $q$  de Tobin, la taille relative de la cible et l'attitude hostile des dirigeants affectent positivement la performance à long terme des acquéreurs.

La principale limitation de notre étude concerne la taille de l'échantillon, qui ne comprend que 48 acquéreurs. Des approfondissements de cette recherche restent possibles. Premièrement, il serait intéressant d'augmenter la taille de l'échantillon et deuxièmement, il serait nécessaire d'étudier la relation entre les caractéristiques du chef de direction, la composition du conseil d'administration de l'entreprise acquéreuse et la performance opérationnelle à long terme des prises de contrôle.

## BIBLIOGRAPHIE

- Amihud, Y., Lev B. (1981), « Risk reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers », *Bell Journal of Economics*, vol.12, p. 605-617.
- 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., 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. 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*, 2006, 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.

Dutta S., Joy Y. (2009), « The Long-Term Performance of Acquiring Firm: A Re-Examination of an Anomaly», *Journal of Banking and Finance*, Vol.33, p.1400-1412

Eun C.S., Kolodny R., Sheraga C. (1996), « Cross-Border Acquisitions and Shareholder Wealth: Tests of the synergy and internalisation hypotheses», *Journal of Banking and Finance*, vol. 20(9), p.1559-1582.

Fishman M.J. (1989), « Preemptive Bidding and the Role of the Medium of Exchange in Acquisitions», *Journal of Finance*, 1989, 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*, 36 (4), p.143-162.

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 Wag Payments? », *Review of Economics and Statistics*, 1995, 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 Organisation*, vol. 21, p.625-653.

- Harford J. (1999), « Corporate Cash Reserves and Acquisitions », *Journal of Finance*, vol.59, p.1969-1997.
- Harris M., Raviv A. (1999), « 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. (1987), « The Free Cash Flow Theory of Takeovers: A Financial Perspective on Mergers and Acquisitions and the Economy », “In the Merger Boom”, *Proceedings of a Conference sponsored by Federal Reserve Bank of Boston*, p.102-143.
- 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.
- 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. (2007), «The Long-Run Operating Performance of European Mergers and Acquisitions, International Mergers and Activity since 1990: Quantitative Analysis and Recent Research », G. Gregorian and L. Renneboog (eds.), Massachusetts: Elsevier, p.1-40.
- 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, 533-564.
- Morck R., Yeung B. (1992), « Internalization: An Event Study Test », *Journal of International Economics*, vol.33 (1-2), p. 41-56.
- Penman S. (1991), « An Evaluation of Accounting Rate of Return », *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, vol.6, p. 233-255.

- Powell R.G., 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.
- Rosett J.G. (1990), « Do Union Wealth Concessions Explain Takeover Premiums? The Evidence on Contract Wages », *Journal of Financial Economics*, vol.27, p.263-282.
- Sharma D.S., Ho J. (2002), « The Impact of Acquisitions on Operating Performance: Some Australian Evidence », *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 29 (1-2), 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.
- Kruse T.A., Park H.Y., Park K., Suzuki K.I. (2003), « The Value of Corporate Diversification: Evidence from Post-Merger Performance in Japan », *63<sup>rd</sup> Annual Meeting American Finance Association*, 2003.

<sup>i</sup> Les stratégies de l'enracinement peuvent être définies comme une stratégie mise en œuvre par les dirigeants pour modifier leur environnement (structure de contrôle, la concurrence dans le marché de l'emploi, la relation avec les partenaires,...) et accroître leur pouvoir sur les actionnaires et aussi sur les différents partenaires de l'entreprise (Paquerot, 1997).

<sup>ii</sup> Ces auteurs considèrent que les dirigeants réalisent des investissements spécifiques dont la valeur est liée à leur présence dans l'entreprise (expérience personnelle, capacité à établir des contrats implicites).

<sup>iii</sup> Cette théorie qui a été initiée par Jensen et Meckling (1976), a mis en évidence l'existence de conflits d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires découlant d'une structure duale séparant la propriété et le contrôle de l'entreprise. Dans ce contexte, les actionnaires (dirigeants) sont amenés à engager des coûts d'agence afin d'aligner leur intérêts à ceux des dirigeants (actionnaires). Dans leur article fondateur de 1976, Jensen et Meckling décomposent ces coûts d'agence en trois :

Les coûts de surveillance supportés par le principal pour limiter le comportement opportuniste de l'agent et les coûts d'incitation (systèmes d'intéressement) engagés par le principal pour orienter le comportement de l'agent.

Les coûts d'obligation ou coûts d'engagement que l'agent peut avoir lui-même encouru pour mettre le principal en confiance (coût de motivation). « Les coûts d'engagement résultent de la rédaction par la firme de rapports financiers et de la réalisation d'audits par des experts extérieurs à la firme ».

Le troisième type de coût est un coût d'opportunité, dénommé "perte résiduelle", qui s'assimile à la perte d'utilité subie par le principal par suite d'une divergence d'intérêt avec l'agent, comme le coût subi par le principal suite à une gestion par l'agent défavorable aux intérêts de celui-ci. Ainsi, malgré le contrôle et l'engagement, il subsistera toujours une certaine divergence entre les décisions prises par l'agent et celles qui maximiseraient le bien-être du principal.

<sup>iv</sup> Dans le cadre d'un endettement de type bancaire, l'augmentation de la proportion de la dette aura pour conséquence une augmentation du contrôle par la banque de l'activité de gestion de mandataire (D. Diamond, 1984). De plus, le paiement à échéances fixes d'intérêts de la dette réduira la possibilité d'investissement sous optimal de la part des dirigeants en diminuant le free cash flow. En fin, la nature du contrat de la dette, engendra l'augmentation du risque de défaut et du risque d'emploi des dirigeants par le biais de l'option de liquidation par la banque.

<sup>v</sup> Tenenhaus (2006) conseille d'observer une Tolérance supérieure à 0,33 et un VIF inférieur à 3.