LA PERFORMANCE DES FUSIONS-ACQUISITIONS : UNE REVUE DE LA LITTERATURE

Ludivine Chalençon
Doctorante en Sciences de Gestion (titulaire d'un contrat doctoral)
Centre de recherche Magellan
IAE de Lyon, Université Jean Moulin Lyon 3
ludivine.chalencon@univ-lyon3.fr

Résumé :

Les fusions-acquisitions suscitent l'intérêt des chercheurs en finance qui tentent de déterminer la performance de ces opérations à haut risque. Bien que les résultats constatés soient plutôt mitigés, cette stratégie de développement est de nouveau en forte croissance. La littérature fait ainsi état d'études mobilisant des méthodologies et des échantillons très différents et qui rencontrent de nombreuses difficultés à trouver des consensus.

Cet article a pour objectif de présenter une revue de la littérature de la performance des fusions-acquisitions afin d'améliorer notre compréhension des résultats des précédentes études. Pour ce faire, nous mobilisons quatorze articles parus dans des revues françaises et internationales.

Mots-clés : fusions-acquisitions, performance

Abstract :

Mergers and acquisitions are appealing to researchers in finance who are trying to establish the performance of these high-risk operations. Although the results are rather mixed, this strategy of development is again growing strongly. The literature reports studies which mobilize different methodologies and different samples and encounter many difficulties in finding consensus.

This article aims to present a literature review of the performance of mergers and acquisitions to enhance our understanding of the results of previous studies. To do so, we will use fourteen articles published in French and international journals.

Keywords : mergers and acquisitions, performance

Introduction

L'année 2010 a été caractérisée par une recrudescence des opérations de fusions-acquisitions qui se sont accrues en valeur de 37% par rapport à 2009 (UNCTAD, 2011). Une première vague de fusions-acquisitions après la crise de 2008 semble donc se dessiner. Ce constat est confirmé par une étude menée par le cabinet Grant Thornton en décembre 2010. Il ressort que 34% des 6 000 entreprises interrogées prévoient d'accomplir une acquisition dans les trois ans à venir, alors qu'ils étaient 26% l'année précédente (Grant Thornton, 2011). Or, les nombreuses recherches réalisées sur ces opérations font état de résultats plutôt mitigés avec des taux d'échec pouvant excéder 50% selon les études (Buckley et Ghauri, 2002 ; Schoenberg, 2006). Malgré des résultats plutôt décevants, ce type de rapprochement d'entreprises suscite toujours l'engouement des marchés.

Les travaux qui font état de ce paradoxe s'appuient sur l'évaluation de la performance des fusions-acquisitions. Bien que ces recherches aient investigué différentes méthodologies de mesure de performance et aient tenté de déterminer ses principaux facteurs explicatifs, les résultats recueillis sont contrastés et des questions essentielles restent encore à résoudre (Agrawal et *al.*, 1992 ; Devos et *al.*, 2009 ; Healy et *al.*, 1992).

Nous nous attacherons dans cet article au concept de performance des fusions-acquisitions au travers d'une revue de la littérature, afin de mieux comprendre les différents résultats obtenus par les études antérieures. Cet article vise ainsi à répertorier et confronter des travaux réalisés en finance sur la performance des fusions-acquisitions. Il a pour objectif de mettre en évidence les points de convergence de ces recherches et de tenter d'expliquer les divergences observées. Pour ce faire, nous avons sélectionné quatorze articles de revues françaises et internationales. Cette revue de la littérature est structurée de la manière qui suit. Nous revenons, dans un premier temps, sur le paradoxe des fusions-acquisitions, à savoir les fortes attentes en termes d'amélioration de la performance et les résultats décevants qui sont constatés puis, dans un second temps, nous nous concentrons sur les mesures et les déterminants de la performance.

1. Fusions-acquisitions : motivations et performance

1.1. Des résultats à la hauteur des objectifs et motivations ?

Les fusions-acquisitions puisent leurs justifications dans de multiples motivations. Parmi celles qui sont le plus souvent avancées, nous pouvons citer l'accroissement du pouvoir de marché, les effets de synergies, l'accès à de nouveaux marchés et à de nouvelles technologies, etc. Thautwein (1990) a catégorisé les motivations liées aux fusions en sept groupes (cf. Tableau 1). Toutefois, ce tableau ne se limite pas simplement à l'énoncé de sept théories expliquant le choix du développement de ce mode de rapprochement d'entreprises. Il souligne également leur caractère « rationnel » et « bénéfique ».

Tableau 1 : Théories des motivations des fusions

Fusion : un choix rationnel	Les fusions profitent aux actionnaires de l'acquéreur	Gains nets liés aux synergies	Théorie de l'efficience
		Transferts de richesse aux consommateurs	Théorie du monopole
		Transferts de richesse aux actionnaires de la cible	Théorie des transferts
		Gains nets liés à l'accès à l'information	Théorie de l'évaluation
	Les fusions profitent aux managers		Théorie de la construction d'empire
Fusions : résultat du processus			Théorie des processus
Fusions : phénomène macroéconomique			Théorie du chaos

Source : Trautwein (1990), p. 284.

Plus récemment, de nombreux travaux se concentrent particulièrement sur l'importance des synergies et des ambitions professionnelles des managers. Ainsi, Hoberg et Philips (2010) considèrent que la réalisation de synergies est la principale motivation de la mise en œuvre d'une fusion-acquisition. Devos et *al*. (2009) ont construit leur recherche en s'appuyant principalement sur cette dimension et conjointement sur les avantages fiscaux et l'accroissement du pouvoir de marché qui leurs sont attachés pour identifier les causes de la création de valeur liée aux fusions-acquisitions. Ces travaux empiriques s'appuient sur la théorie de l'efficience des marchés (Fama, 1965 ; Fama et *al*., 1969). D'autres travaux tentent de démontrer que la réalisation d'une fusion-acquisition résulte de la volonté des dirigeants d'asseoir leur propre satisfaction. Les dirigeants auraient donc tendance à mettre en place des stratégies de construction d'empire (Baumol, 1959 ; Fuller et *al*., 2002 ; Laamanen et Keil, 2008 ; Marris, 1963) et d'enracinement (Gorton et *al*., 2009 ; Shleifer et Vishny, 1989). Ces

études puisent leur fondement principalement dans la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976).

Ainsi, une part importante des travaux considèrent, de manière globale, que l'objectif de la mise en œuvre des fusions-acquisitions est la performance : la performance anticipée de ces opérations étant dans de nombreux cas un facteur clé pour justifier la mise en œuvre d'une opération (Meier et Schier, 2009). Alors même que les études sont plutôt mitigées quant à l'impact des fusions-acquisitions sur la performance des entreprises, elles se sont pourtant fortement développées et reprennent actuellement un rythme de croissance soutenu ; la performance intervenant toujours comme une justification de leur mise en œuvre. Ce paradoxe est très présent dans la littérature. Celle-ci tente donc de déterminer d'autres motivations et d'améliorer les méthodes de calcul de la performance, afin de mieux comprendre cette situation paradoxale.

Cela explique pourquoi le concept de performance retient, depuis plusieurs décennies, l'attention des chercheurs et des praticiens. Bien que de nombreux travaux aient été entrepris, la définition de ce concept ainsi que son opérationnalisation soulèvent toujours de nombreux questionnements. Dans les analyses financières, le concept de performance renvoie tant à l'amélioration des résultats des entreprises telle qu'annoncée lors de la réalisation de l'opération qu'à celle qui est constatée au cours des années qui suivent. Deux principaux types d'évaluation sont dénombrés : les mesures renvoyant à l'utilisation de données comptables et celles utilisant des informations boursières (Rahman et Limmack, 2004 ; Sharma et Ho, 2002). De même, la performance des fusions-acquisitions est aussi bien évaluée à court terme qu'à long terme (Sudarsanam et Mahate, 2003). Il est à noter également que très peu de recherches en finance, contrairement à celles en stratégie, utilisent des mesures subjectives. Dans cette configuration, la performance – assimilée à la réussite ou à l'échec d'une fusion-acquisition – peut être évaluée, par exemple, au travers de la perception des acteurs quant à l'atteinte des objectifs fixés (Levant, 2000).

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

La réalisation d'une revue de la littérature de travaux réalisés en la matière est une approche pouvant aider à améliorer notre compréhension du concept de performance. Ainsi, par la mise en perspective des méthodes utilisées et des résultats dégagés, nous allons tenter d'apporter quelques éléments explicatifs quant aux divergences constatées et de souligner la

présence de convergences. Mais, au préalable, il nous faut déterminer la méthodologie utilisée pour sélectionner les recherches empiriques sur lesquelles se fonde notre revue de la littérature.

1.2. Méthodologie

Cette revue de la littérature s'appuie sur quatorze articles. La base de données EPSCO a été utilisée pour les sélectionner. Dans ce cadre, nous avons déterminé deux types de critères : la présence de mots clés dans le titre de l'article, « (merger) or (acquisition) » et « performance », ainsi que sa parution dans une revue financière française ou internationale, comme *Financial Management*, *Journal of Finance*, *Journal of Financial Economics*, *Journal of Business Finance & Accounting*, *Comptabilité-Contrôle-Audit*, *Finance*, *Finance-Contrôle-Stratégie*. Enfin, seules les études empiriques ont été conservées. Les quatorze articles de cette revue de la littérature ont été publiés entre 1973 et 2007, dont la moitié avant 2000 ; notons qu'une seule des études retenues est francophone.

Pour chacun de ces articles, nous avons focalisé notre attention sur les éléments suivants : l'objet de recherche, la période d'observation, la période utilisée pour sélectionner les échantillons ainsi que leurs caractéristiques, les mesures de performance, les résultats obtenus et les facteurs explicatifs du niveau de performance évalué. Les théories fondatrices de ces études seront également analysées.

L'analyse de la performance des fusions-acquisitions se réalise à court terme et/ou à long terme. Dans les recherches sélectionnées, aucune ne s'intéresse exclusivement aux modifications intervenues à l'annonce de l'opération (cf. Tableau 2).

Tableau 2 : Objet de recherche et période d'observation de la performance des fusions-acquisitions

Auteur(s)	Objet de recherche	Période d'observation
Agrawal, Jaffe et Mandelker (1992)	Performance post-fusion des acquéreurs	1 à 60 mois
Alexandridis, Antoniou et Petmezas (2007)	Divergence d'opinion sur la valeur de l'acquéreur avant l'acquisition et performance à long terme de l'opération	12 mois et 36 mois
Brown, Finn et Hope (2000)	Impact des provisions sur la performance à long terme des fusions-acquisitions	-12 à 36 mois
Cornett et Tehranian (1992)	Performance des grandes fusions de banques	-36 à -12 et 1 à 36 mois
Healy, Palepu et Ruback (1992)	Evolutions de performance post-fusion pour l'acquéreur et la cible	-60 à -12 mois et 12 à 60 mois
Hoshino (1982)	Comparaison de la performance des fusions d'entreprises au Japon	-60 à -12 mois et 12 à 60 mois
	Impact des systèmes de contrôle sur la performance	
Levant (2000)	Performance des acquisitions conglomérales	-1 et 60 mois
Melicher et Rush (1974)	Effets de la croissance durable sur la performance à long terme	0 à 36 mois
Olson et Pagano (2005)	Performance des acquisitions d'entreprises malaisiennes	-48 à -12 et 1 à 60 mois
Rahman et Limmack (2004)	Performance à long terme des acquéreurs après une fusion ou une acquisition	1 à 36 mois
Rau et Vermaelen (1998)	Performance des fusions dans l'industrie pétrolière aux Etats-Unis	0 à 60 mois
Reid (1973)	Synergies et performance opérationnelle des fusions-acquisitions	-36 à -12 et 1 à 36 mois
Sharma et Ho (2002)	Impacts des caractéristiques des acquéreurs sur la performance à court et long terme	0 à 36 mois
Sudarsanam et Mahate (2003)	Impacts des caractéristiques des acquéreurs et de l'opération sur la performance à long terme	-1 à 750 jours

Elles se concentrent, en effet, sur la performance à plus long terme : à trois ou cinq ans principalement. Le mois ou l'année de l'opération n'est pas toujours inclus dans la période d'observation (Healy, Palepu et Ruback, 1992 ; Rahman et Limmack, 2004). Lorsque l'évaluation de la performance s'appuie sur des données comptables, cette éviction s'explique par le fait que le choix de la méthode de comptabilisation utilisée impacte les résultats. En présence de données boursières, la variation des cours à l'annonce du rapprochement peut-être définie comme l'estimation des résultats tels qui sont attendus par les acteurs. Or, ceux-ci n'ont pas à disposition toutes les informations nécessaires pour leur permettent d'évaluer l'opération sur le long terme. Ceci ne remet pas en question l'efficience du marché : il est efficient au regard des informations dont il dispose. Certains auteurs préfèrent donc exclure cette période de leur analyse pour ne pas biaiser leurs résultats.

Dans les études retenues, certains auteurs s'attachent principalement à évaluer la performance des fusions-acquisitions (Agrawal et *al.*, 1992 ; Cornett et Tehranian, 1992) alors que d'autres se concentrent sur l'influence que peut avoir un facteur sur la performance (Brown, Finn et Hope, 2000 ; Levant, 2000).

Le tableau 3 reprend la période de sélection de l'échantillon ainsi que ses caractéristiques. La fourchette des années choisies s'étale de 1955 à 2002, partant ainsi des premières années de fort développement des fusions-acquisitions et allant jusqu'au début de la dernière décennie, en raison de la nécessaire prise de recul dans les recherches portant sur le long terme. La majorité de ces recherches empiriques s'intéresse plus particulièrement à une vague de fusions-acquisitions, celle des années 1980-1990, c'est pourquoi la durée de sélection est, dans la majorité des études, inférieure à 10 ans. Soulignons toutefois la recherche menée par Agrawal et *al.* (1992) qui se concentre sur les années 1955 à 1987, soit 33 ans. Le tableau 3 souligne aussi la diversité des caractéristiques des échantillons au-delà de la période de sélection. Une première différenciation peut s'opérer quant à la nature des opérations sélectionnées (fusions, acquisitions, fusions-acquisitions, opérations conglomérales ou non, etc.). Aussi, en raison des spécificités propres à chaque domaine d'activités, les échantillons sont constitués principalement soit d'entreprises industrielles, soit de banques ; elles sont majoritairement de taille importante avec un acquéreur (au moins) coté en bourse. Enfin, un grand spectre de taille d'échantillon est présent : de 15 à plus de 4 600 opérations.

Ce rapide aperçu des recherches empiriques contenues dans notre revue de la littérature reflète la grande diversité des études réalisées au sein de ce domaine de recherche. Dès lors, l'analyse des différentes méthodologies utilisées pour l'évaluation de la performance et des résultats qui en ressortent doit être effectuée avec précaution, notamment au regard de notre objectif de mieux comprendre les conclusions des études précédentes.

Tableau 3 : Etudes empiriques menées sur la performance des fusions-acquisitions

Auteur(s)	Période	Echantillon(s)
Agrawal, Jaffe et Mandelker (1992)	1955-1987	937 fusions et 227 acquisitions (quasi-exhaustif pour les opérations impliquant des acquéreurs du NYSE et des cibles du NYSE/AMEX)
Alexandridis, Antoniou et Petmezas (2007)	1986-2002	4 641 acquisitions impliquant uniquement des firmes anglaises
Brown, Finn et Hope (2000)	1989 - mi-décembre 1995	150 firmes cotées anglaises ayant une importante activité d'acquisition
Cornett et Tehranian (1992)	1982-1987	15 acquisitions étatiques dans le secteur bancaire et 15 non étatiques dont le prix d'achat est supérieur à 100 millions de dollars et dont la cible est cotée en bourse
Healy, Palepu et Ruback (1992)	1979 - mi-1984	50 fusions industrielles impliquant les cibles de plus grande taille et dont l'acquéreur est américain
Hoshino (1982)	1970	15 fusions japonaises
	1967-1970	90 fusions japonaises
Levant (2000)	1991-1995	55 questionnaires réalisés auprès de groupes français de taille moyenne, ayant procédé à des acquisitions amicales d'entreprises françaises
Melicher et Rush (1974)	1960-1969	132 fusions-acquisitions (61 firmes conglomérales et 71 non conglomérales)
Olson et Pagano (2005)	1987-1997	106 fusions de banques américaines cotées en bourse
Rahman et Limmack (2004)	1988-1992	113 prises de contrôle d'entreprises malaisiennes (non cotées) par un acquéreur coté sur la bourse malaisienne
Rau et Vermaelen (1998)	1980-1991	3 169 fusions et 348 acquisitions (échantillon complet) 709 fusions et 278 acquisitions (uniquement les opérations impliquant des cibles cotées)
Reid (1973)	1961-1968	25 plus grands groupes américains réalisant de nombreuses fusions (8 dans le secteur pétrolier)
Sharma et Ho (2002)	1986-1991	36 acquisitions impliquant des entreprises australiennes, compagnies publiques du secteur industriel
Sudarsanam et Mahate (2003)	1983-1995	519 acquisitions anglaises réussies

Avant de procéder plus particulièrement à l'analyse de la mesure et des déterminants de la performance des fusions-acquisitions, nous devons revenir aux théories mobilisées dans ce champ de recherche. Les trois théories qui constituent les fondements principaux des études empiriques de la performance des fusions-acquisitions doivent en effet être exposées : la théorie de l'efficience des marchés, la théorie de free cash-flows et la théorie du marché de contrôle des firmes. La théorie de l'efficience des marchés (Fama, 1965 ; Fama et *al*., 1969) se concentre sur le marché et les décisions financières. Selon cette théorie, un marché financier est efficient si, et seulement si, « *compte tenu des informations disponibles, les cours réels représentent, à tout moment, une très bonne estimation des valeurs intrinsèques [des actifs cotés sur ce marché]* » (Fama, 1965 ; p. 90). Elle constitue le fondement de « *la*

méthodologie de l'étude d'évènement [qui] définit ainsi la performance d'une entreprise en termes de variations de sa valeur boursière » (Hubler et Meschi, 2000 ; p. 87). Cette méthodologie est classiquement utilisée (plus de la moitié des études empiriques sélectionnées se fondent sur celle-ci) pour mesurer la performance des fusions-acquisitions : les cours des titres, notamment à l'annonce de ces opérations, devraient intégrer cette nouvelle information et par conséquent fournir une évaluation de celle-ci. C'est pourquoi le concept de synergie est associé à cette théorie : selon celui-ci, la création de valeur liée à une fusion-acquisition résulte principalement de la réunion des firmes (Meier et Schier, 2009). La théorie des free cash-flows étudie la politique de financement des entreprises et ses impacts sur les prises de contrôle (Jensen, 1986). Ainsi, le recours à l'endettement permettrait de réduire le pouvoir discrétionnaire des dirigeants, grâce à la discipline imposée par le service de la dette. Selon Jensen (1986) les acquisitions financées par liquidités (ou par dette) auraient une performance supérieure à celles qui le sont par actions. Parmi les recherches retenues, cinq se sont intéressées à ce mode de financement de l'opération en tant que facteur explicatif de la performance et tendent globalement à confirmer les anticipations de Jensen (1886). La théorie des free cash-flows est aussi mobilisée pour expliquer que l'acquéreur tend à surpayer la cible quant elle présente des free cash-flows abondants. Enfin, le dernier fondement théorique a trait pour partie au champ de la gouvernance. Le marché de contrôle des firmes (Manne, 1965 ; Jensen, 1988) est gage d'efficacité de gestion car les équipes dirigeantes se retrouvent en concurrence sur le marché et leurs entreprises sont susceptibles d'être la proie d'une prise de contrôle si les actionnaires ne sont pas satisfaits des décisions stratégiques actuelles. Ainsi, la réalisation de fusions-acquisitions permettrait d'améliorer la performance des entreprises dans la mesure où un remplacement de l'équipe dirigeante s'opère. Quelques unes des études empiriques retenues s'intéressent à ce facteur. Notons par ailleurs que Rahman et Limmack (2004) obtiennent des résultats contradictoires : aucune différence significative n'est observée entre la performance des opérations qui ont engendré un changement de l'équipe dirigeante (hausse non significative de 2%) et la performance de celles qui ont vu leur équipe dirigeante conservée dans l'année qui suit l'opération (hausse significative de 4%). Les auteurs expliquent cette divergence par les particularités de leur échantillon. Il s'agit effectivement d'entreprises malaisiennes non cotées qui ont convenu de leur rachat.

Les fondements théoriques exposés constituent ceux qui sont principalement mobilisés par les études empiriques de la performance des fusions-acquisitions. Le cadre théorique ayant été présenté, les méthodologies de mesure, les résultats obtenus ainsi que les facteurs explicatifs de la performance des fusions-acquisitions peuvent désormais être analysés.

2. Mesures et déterminants de la performance des fusions-acquisitions

Les études empiriques réalisées sur les fusions-acquisitions se structurent traditionnellement en deux volets : l'évaluation de la performance de ces opérations et l'identification de facteurs ayant trait aux caractéristiques des opérations, de la cible et/ou de l'acquéreur et influençant la performance constatée des fusions-acquisitions.

2.1. Performance des fusions-acquisitions ?

Les mesures de la performance des fusions-acquisitions font appel à deux grandes approches : la performance boursière et la performance économique. La première s'appuie sur les réactions du marché boursier pour estimer s'il a été opportun de réaliser cette opération. La seconde a recours à des données issues de la comptabilité pour réaliser cette estimation. Ces deux méthodes sont utilisées dans les articles retenus pour notre revue de la littérature. Le tableau 4 reprend les indicateurs de mesure mobilisés par les auteurs ainsi que les résultats obtenus.

L'approche fondée sur la performance boursière des fusions-acquisitions utilise principalement la méthodologie de l'étude d'évènement. L'utilisation de cette méthodologie repose sur l'utilisation d'un modèle de marché créé par Fama et *al.* en 1969. Initialement reposant sur l'hypothèse d'efficience de marché, les études d'évènement s'appuient désormais sur l'hypothèse semi-forte d'efficience des marchés énoncée par Jensen (1978). Celle-ci présente des caractéristiques beaucoup moins contraignantes que l'hypothèse forte d'efficience des marchés, ce qui a permis de répondre aux nombreuses critiques formulées suite aux premières recherches utilisant les études d'évènement. Celles-ci « *consistent à comparer la rentabilité observée d'une action avec la rentabilité théorique qu'elle aurait eue sur la même période, compte tenu de l'évolution du marché, si l'évènement (en l'occurrence l'opération de fusions-acquisitions), n'avait pas été annoncé* » (Albouy, 2000 ; p. 72). Cette méthodologie a été fortement mobilisée par les premières études s'intéressant aux impacts sur la performance de l'annonce d'une fusion-acquisition. En revanche, son utilisation pour étudier l'impact de ces opérations sur la performance des firmes à long terme est plus contestée. La méthodologie des études d'évènement a donc tenté de s'adapter, en élaborant des outils plus sophistiqués, pour être applicable à la période *ex post*. Ainsi, Albouy (2000) distingue trois types de démarche : le modèle à trois facteurs de Fama et French (1993),

l'utilisation de portefeuilles de références et la méthode des firmes de contrôle. Ces méthodologies préconisent un ajustement en termes de taille et de risque.

Nous avons remarqué dans la partie précédente que les recherches retenues s'attachent principalement à évaluer la performance à long terme des opérations. Elles sont sept à utiliser cette méthodologie pour approcher les impacts possibles d'une fusion-acquisition sur la performance. Parmi celles-ci, deux recherches se fondent exclusivement sur cette méthodologie, mais seulement après avoir réalisé des modifications pour adapter le modèle aux biais engendrés par une approche à plus long terme. Agrawal et *al.* (1992) et Rau et Vermaelen (1998) procèdent ainsi à des ajustements par la taille et le risque des firmes (en effet, les entreprises à faible capitalisation boursière (ou celles ayant un rapport valeur de marché sur valeur comptable faible) enregistrent généralement des rentabilités plus élevées et un niveau de risque plus faible). Les autres études mobilisent conjointement des outils de l'approche économique qui se révèle être prépondérante. En effet, les études d'évènement servent majoritairement à évaluer les rentabilités anormales constatées à l'annonce de fusions-acquisitions pour déterminer, par la suite, s'il existe une corrélation entre performance à court terme et à long terme. Sur le plan théorique, cette démarche conduit à éprouver la forme semi-forte d'efficience des marchés.

Cornett et Tehranian (1992) et Healy et *al*. (1992) identifient ainsi l'effet positif de l'annonce d'une fusion-acquisition sur la performance à court terme. Plus précisément, ils observent des gains positifs pour les actionnaires de la cible et non significatifs pour les actionnaires des acquéreurs ; ces conclusions sont similaires à celles de nombreuses recherches (Navatte et Schier, 2008). Pour la performance à long terme, les recherches utilisant les études d'évènement convergent vers une dégradation des résultats suite à une fusion-acquisition (Agrawal et *al.*, 1992 ; Brown et *al.*, 2000 ; Rau et Vermaelen, 1998 (pour les fusions)).

L'approche fondée sur la performance économique des fusions-acquisitions mobilise la constitution de deux échantillons : celui comprenant les opérations étudiées et un échantillon de contrôle. Ce dernier est constitué de firmes comparables qui vont permettre de déterminer si les fusions-acquisitions conduisent à des performances supérieures ou inférieures à celles qui auraient été constatées sans la réalisation des rapprochements d'entreprises. Ainsi, les chercheurs comparent des indicateurs (dont le nombre peut varier fortement) calculés *ex ante* et *ex post*, pour les deux échantillons, afin d'évaluer l'influence des fusions-acquisitions sur la performance à long terme des entreprises.

Parmi les études empiriques sélectionnées qui utilisent cette méthodologie, nous pouvons constater l'emploi important des « cash-flows » comme indicateur de mesure (cinq auteurs l'ont mobilisé). Une grande variété d'indicateurs est également dénombrée : ils sont liés à la taille, à la rentabilité ou encore à la structure financière des entités. Les recherches mobilisent soit quelques indicateurs (Hoshino, 1982), soit un nombre plus important, ce qui conduit les auteurs à les regrouper en grandes catégories (Melicher et Rush, 1974 ; Reid, 1973).

Cinq recherches ont recours à cette méthodologie : deux évaluent une hausse de la performance à long terme (Hoshino, 1982 ; Olson et Pagano, 2005) et trois une baisse (Reid, 1973 ; Sharma et Ho, 2002 ; Sudarsanam et Mahate, 2003). Les études constatant une hausse de la performance à long terme font appel à des indicateurs différents, la première étant axée sur la rentabilité, le risque et les liquidités, et la seconde se concentrant sur un modèle d'évaluation de croissance durable. Nous rappelons également que ces constats résultent d'études menées sur des échantillons n'ayant pas de caractéristiques proches. Quant aux conclusions négatives de ces rapprochements d'entreprises, elles se fondent toutes sur des indicateurs de rentabilité. Les spécificités pouvant être notées relèvent du nombre d'indicateurs et d'échantillons de contrôle ou encore de la combinaison de ces indicateurs au calcul des cash-flows. En outre, Sudarsanam et Mahate (2003) utilisent quatre échantillons de contrôle en réponse au débat sur les caractéristiques du benchmark utilisé et ses conséquences sur les résultats obtenus (Graham et *al.*, 2002) ; ils visent ainsi à améliorer la robustesse de leur étude et à faciliter sa comparaison avec d'autres. Aussi, nous pouvons souligner, de manière tout aussi marquée que pour l'approche boursière, la volonté de modifier, d'améliorer la méthodologie d'évaluation de la performance suite aux divergences émergentes des recherches empiriques.

Parmi les cinq auteurs ayant estimé la performance sur un horizon à long terme au moyen des cash-flows, trois identifient une surperformance (Cornett et Tehranian, 1992 ; Healy et *al.*, 1992 ; Rahman et Limmack, 2004) et deux une sous-performance (Brown, 2000 ; Sharma et Ho, 2002). Les premiers auteurs, concluant à une hausse des gains à long terme, utilisent la même méthodologie (définit par Healy et *al.*, 1992). Il nous faut remarquer également que les échantillons utilisés ne comportent pas nécessairement, là-encore, des caractéristiques proches. En effet, l'étude menée par Rahman et Limmack (2004) s'applique à des opérations impliquant des firmes malaisiennes. Dans cette zone géographique, les fusions-acquisitions ne se développent que depuis récemment et les cibles impliquées dans ces processus ne sont pas cotées alors que les deux autres recherches se concentrent sur des firmes

cotées à la bourse de New-York (l'une dans le secteur industriel, l'autre dans le secteur bancaire). Ces caractéristiques ne semblent donc pas impacter les résultats dégagés par l'utilisation de cette méthodologie. Les auteurs soulignant une sous-performance s'appuient sur des calculs de cash-flows différents de leurs collègues ; Sharma et Ho (2002) procèdent notamment à des ajustements grâce à des indicateurs financiers plus nombreux. Cela tend à expliquer les résultats contradictoires obtenus.

La méthodologie s'appuyant sur les cash-flows a, par ailleurs, été incluse traditionnellement au sein de l'approche économique. Bien qu'elle s'en approche fortement, il faut souligner que ces auteurs la présentent davantage comme une voie alternative, puisque chacune des deux approches impactent la mesure des cash-flows, permettant d'évincer des biais inhérents à chacune d'entre elles.

Enfin, une étude utilise une mesure subjective de la performance des fusions-acquisitions de manière *ex post* : la perception des acteurs de l'atteinte des objectifs financiers et stratégiques ; il s'agit aussi de l'unique recherche sélectionnée dont l'échantillon est constitué d'entreprises françaises. Cette méthodologie n'est que très peu mobilisée dans le champ de l'évaluation de la performance des fusions-acquisitions en finance. Les résultats dégagés reflètent l'absence de consensus sur son estimation à long terme : plus ou moins la moitié des opérations se révèle réussie, plus ou moins le tiers constitue des échecs et plus ou moins le tiers enregistre des performances mitigées.

Tableau 4 : Mesures et performance des fusions-acquisitions

Auteur(s)	Mesures de la performance	Résultats
Agrawal, Jaffe et Mandelker (1992)	Rentabilités anormales (deux méthodologies de calcul)	Actionnaires de l'acquéreur : pertes d'environ 10%, 5 ans après la fusion
Alexandridis, Antoniou et Petmezas (2007)	Rentabilités anormales Dispersion des prévisions des analystes	Rendements négatifs à un an (trois ans) d'environ -0,38% (-0,58%) par mois Prévisions des analystes : résultats similaires
Brown, Finn et Hope (2000)	Cash-flows Rentabilités anormales	Baisse des cash-flows et des rentabilités anormales sur la période post-acquisition
Cornett et Tehranian (1992)	Cash-flows opérationnels Rentabilités anormales	Performance des banques fusionnées supérieure à celle de l'industrie bancaire Relation fortement positive entre la hausse des cash-flows opérationnels après la fusion et les rentabilités anormales constatées à l'annonce de l'opération
Healy, Palepu et Ruback (1992)	Cash-flows opérationnels Rentabilités anormales	Amélioration de la performance post-fusion : cash-flows supérieurs à ceux constatés dans les secteurs d'activités des entreprises. Relation fortement positive entre la hausse des cash-flows opérationnels après la fusion et les rentabilités anormales constatées à l'annonce

Hoshino (1982)	5 indicateurs financiers (valeur nette/total des actifs et passifs ; coefficient de liquidités ; ratio d'endettement ; taux de rotation et résultat net/total des actifs et passifs)	*Echantillon de 15 fusions :* Hausse des liquidités, mais baisse de la rentabilité et hausse du risque après une fusion *Echantillon de 90 fusions :* Résultats, en moyenne, supérieurs pour les firmes fusionnées par rapport à des firmes d'une même industrie
Levant (2000)	Perception de l'atteinte des objectifs financiers et/ou stratégiques	Succès de l'opération : entre 40 et 57% Mitigé : entre 19 et 43% Echec : entre 20 et 38%
Melicher et Rush (1974)	4 groupes de mesures liés : à la taille, au résultat, aux facteurs influençant le résultat et à la performance à 5 ans	Absence d'étude de la performance pour l'échantillon global
Olson et Pagano (2005)	Modèle de croissance durable (rendement des actifs, distribution de dividendes et fonds propres) Rentabilités anormales	Performance supérieure des banques ayant fusionnées par rapport à l'échantillon de contrôle
Rahman et Limmack (2004)	Cash-flows opérationnels	Performance opérationnelle, à 5 ans, supérieure pour les acquisitions par rapport à l'échantillon de contrôle
Rau et Vermaelen (1998)	Rentabilités anormales (après ajustements liés à la taille et au book-to-market)	Performance plus faible (plus forte), à 3 ans, pour les firmes fusionnées (les acquéreurs) par rapport à l'échantillon de contrôle
Reid (1973)	3 variables liées à la taille et 12 liées à la rentabilité des actionnaires	Performance supérieure pour les firmes ne réalisant pas de fusions Performance supérieure mais non significative pour les firmes pétrolières réalisant des fusions par rapport aux plus grandes firmes du secteur
Sharma et Ho (2002)	Cash-flow opérationnels, , marge bénéficiaire, earnings per share ROA, ROE	Pas d'amélioration de la performance opérationnelle après une fusion-acquisition
Sudarsanam et Mahate (2003)	Price-to-book et market-to-book value (utilisation de 4 modèles de benchmark)	Rendements négatifs mais non significatifs à l'annonce Rendements négatifs et significatifs à 750 jours

Bien que la problématique d'évaluation de la performance des fusions-acquisitions ait fait l'objet de nombreux travaux empiriques, des questions fondamentales persistent ; c'est pourquoi elle demeure toujours une piste de recherches futures (Agrawal et *al*., 1992 ; Healy et *al*., 1992 ; Devos et *al*., 2009). La complexité des fusions-acquisitions et leur caractère multidimensionnel a ainsi conduit les auteurs à développer de nombreuses méthodologies afin de tenter d'éclaircir cette absence de consensus à long terme. Certains auteurs évoquent effectivement la possibilité que les résultats obtenus soient le fruit de biais méthodologiques et d'échantillons de contrôle non adaptés (Graham et *al.*, 2002 ; Healy et *al.*, 1992 ; Rahman et Limmack, 2004). Dès lors, la littérature préconise de multiplier les méthodologies et les périodes d'observation (Schoenberg, 2006 ; Zollo et Meier, 2008) dans le but de réduire leurs biais et d'accroire la robustesse des résultats obtenus.

2.2. Déterminants de la performance des fusions-acquisitions

La littérature s'est intéressée aux différents critères permettant d'expliquer la performance des fusions-acquisitions afin de mieux comprendre ses mécanismes et de dégager des pistes permettant d'améliorer les résultats enregistrés par ces opérations. Le tableau 5 reprend les principaux facteurs identifiés dans les recherches retenues. L'examen de ce tableau nous amène à souligner quatre déterminants qui sont le plus souvent analysés : le degré de proximité des activités, la valorisation de l'acquéreur, le mode de financement et la taille relative de la cible par rapport à l'acquéreur.

Les recherches portant exclusivement sur le degré de proximité des activités se sont concentrées sur la comparaison des performances enregistrées par les opérations de recentrage et par celles de diversification. La stratégie de diversification a été remise en cause dans les années 1980 en raison de résultats décevants et a alors été suivie par une vague de recentrage. Dans les études que nous avons sélectionnées, quatre auteurs se penchent sur cette dimension : deux relèvent un impact positif de la proximité (Healy et *al.*, 1992 ; Hoshino, 1982) et deux ne constatent aucune influence (Melicher et Rush, 1974 ; Sharma et Ho, 2002). Un consensus semble néanmoins s'être dessiné et vise à reconnaître le degré de proximité comme un facteur pouvant engendrer un accroissement de la performance.

La question de la nature de l'acquéreur, « glamour firms » ou « value firms », a été traitée à de multiples reprises dans la littérature. Au sein des études que nous avons retenues, seules deux s'intéressent à cette dimension (Rau et Vermaelen (1998) ; Sudarsanam et Mahate ; 2003). Les « glamours firms » (aussi dénommées « valeur de croissance ») regroupent des entreprises ayant un ratio valeur de marché/valeur comptable (i.e. un *price-to-book ratio* (PBR)) élevé. Leur valeur financière est ainsi fortement élevée par rapport à leurs actifs. Au travers de l'importance de ce ratio, le marché signifie qu'il anticipe un potentiel de croissance. Ces entreprises enregistrent une croissance et des rentabilités importantes (exemple : Iliad – groupe détenant notamment Free – dont le ratio dépasse 13). A l'inverse, les « value firms » (aussi dénommées « valeur de rendement »), qui ont un ratio faible, sont représentatives d'entreprises dont les activités sont arrivées à maturité et qui dégagent une rentabilité importante (exemple : Renault dont le ratio atteint à peine à 1,5). Cette distinction s'est avérée porteuse pour l'étude de la performance à long terme des fusions-acquisitions. Les recherches empiriques font en effet état de performance nettement supérieure pour les « glamour firms » : Rau et Vermaelen (1998) constatent un taux de rentabilité de 4% pour les « glamour firms » alors qu'il s'élève à 8% pour les « value firms » pour ce qui concerne les

acquisitions, cette différence est d'autant plus édifiante pour les fusions avec des taux de rentabilité de -17% et de 16% respectivement. Cette dimension a donc un impact fort sur la performance des fusions-acquisitions. Elle est souvent étudiée de manière conjointe au facteur explicatif qui suit.

Le mode de financement des fusions-acquisitions comporte trois grandes alternatives : actions, liquidités ou financement mixte. L'acquéreur, disposant d'informations plus fines sur son entreprise et l'opération de rapprochement, aura tendance à opter pour le financement par actions lorsqu'il estime que le marché surévalue ses titres. Inversement, il aura tendance à financer la fusion-acquisition par liquidités. Ainsi, dans la littérature, plusieurs études tendent à montrer que le financement par actions engendre des rentabilités anormales négatives à long terme, alors que les fusions-acquisitions financées par liquidités enregistrent des rentabilités anormales positives (Agrawal *al.*, 1992 ; Rau et Vermaelen, 1998 ; Sudarsanam et Mahate, 2003). Bien que Healy et *al.* (1992) et Sharma et Ho (2002) ne constatent pas d'influence significative, un financement via liquidités est préconisé fréquemment, celui-ci étant un signal positif pour le marché. Cette tendance s'ancre dans la théorie de l'agence : en ayant recours à de l'endettement, la contrainte du remboursement pèse sur le dirigeant qui voit ses intérêts se rapprocher de ceux des actionnaires, d'où une réduction des coûts d'agence. La problématique de l'impact du mode de financement sur la performance à long terme d'une fusion-acquisition est analysée par plusieurs auteurs avec celle liée aux effets de la nature de l'acquéreur (« glamour firms » *versus* « value firms »). Ainsi, les opérations financées par actions enregistreraient des performances d'autant plus faibles qu'elles sont réalisées par des « value firms » (Rau et Vermaelen, 1998).

La taille relative de la cible par rapport à l'acquéreur a été également étudiée pour son impact sur la performance par de nombreux auteurs. Dans les articles que nous avons sélectionnés, Agrawal et *al.* (1992) et Sharma et Ho (2002) soulignent l'absence d'influence de la taille de la cible sur la performance à long terme. Une fusion-acquisition impliquant une cible de taille importante par rapport à l'acquéreur est susceptible de générer des synergies de plus grande envergure. Toutefois, dans cette configuration, il est d'autant plus probable que les problématiques de gestion post-acquisition soient conséquentes. Au final, ces deux effets se compenseraient.

Tableau 5 : Etudes empiriques menées sur la performance des fusions-acquisitions

Auteur(s)	Facteurs explicatifs
Agrawal, Jaffe et Mandelker (1992)	Taille de la firme par rapport à l'acquéreur, niveau de risque : pas d'impact Hypothèse de la lenteur d'ajustement du marché post-fusion non vérifiée Financement par actions : impact négatif par rapport à un financement par liquidités (pour les acquisitions résultat peu significatif car peu d'observations))
Alexandridis, Antoniou et Petmezas (2007)	Forte divergence des prévisions des analystes avant l'acquisition : surévaluation à court-terme et donc rendements négatifs à long-terme au travers d'une correction qui s'effectue graduellement
Brown, Finn et Hope (2000)	Provisions élevées : baisse des flux de trésorerie, d'où la baisse du cours des actions
Cornett et Tehranian (1992)	Hausse de la capacité à attirer les liquidités et les demandes de prêts, de la productivité des employés et de la rentabilité des actifs
Healy, Palepu et Ruback (1992)	Pas d'impact du mode de financement Impact positif du degré de proximité des activités fusionnées Hausse de la productivité des actifs Pas de réduction du capital et des investissements en R&D à long-terme, qui sont proches de ceux réalisés dans leur secteur
Hoshino (1982)	Importance de la croissance économique et du progrès technique
Levant (2000)	« Comportement d'acquisition » : effet positif de l'implication de l'acquéreur, du système de contrôle stratégique, d'un redéploiement rapide et planifié, de la stratégie d'acquisition (secteurs d'activités proches)
Melicher et Rush (1974)	Pas de différence entre fusions conglomérales et non conglomérales Mais effet de levier financier plus important pour les conglomérats que les non-conglomérats, d'où la réduction rapide des ratios d'endettement, favorisée aussi par le financement par des valeurs mobilières
Olson et Pagano (2005)	Estimation du taux de croissance durable avant et après l'opération Modification possible de la politique de versement de dividendes : impact positif
Rahman et Limmack (2004)	Amélioration de la performance grâce à la hausse de la rotation des actifs et de la marge opérationnelle Hausse des investissements : non mise en danger de la pérennité de l'entreprise Conservation de l'équipe dirigeante : impact positif
Rau et Vermaelen (1998)	Performance passée des acquéreurs : impact positif Fusions *versus* acquisitions : performance supérieure des acquisitions Financement par actions : impact négatif Performance supérieure des « value firms » par rapport aux « glamour firms»
Reid (1973)	Caractéristiques non investiguées dans cette recherche
Sharma et Ho (2002)	Pas d'impact du type d'acquisition (conglomérats *versus* non conglomérats), de mode de financement, de la taille de la cible par rapport à l'acquéreur, de la prime d'acquisition et du degré de proximité sur la performance post-acquisition
Sudarsanam et Mahate (2003)	Financement par actions : impact négatif Performance supérieure des « value firms » par rapport aux « glamour firms»

Ces quatre déterminants dégagent des pistes probantes de facteurs ayant ou non des influences sur la performance à long terme des fusions-acquisitions. Les recherches retenues investiguent également d'autres sources potentielles de performance qui n'ont pas été reprises par d'autres au sein de notre sélection (remplacement de l'équipe dirigeante, planification de l'opération, prévisions des analystes, etc.). Ces diverses investigations permettent d'éclaircir les facteurs pouvant impacter la réussite d'une fusion-acquisition. En outre, un pan important de la littérature se concentre plus spécifiquement sur les conditions de réalisation d'une forme particulière de fusion-acquisition, à savoir les OPA (Offres Publiques d'Achat). Ces travaux tentent notamment d'évaluer les impacts des mécanismes anti-OPA sur la performance de ces opérations (Cremers, Nair et Wei, 2007 ; Masulis, Wang et Xie, 2007). En management stratégique, de nombreux auteurs se sont attachés à déterminer l'impact de la culture sur la performance des fusions-acquisitions, mais ils s'avèrent que les résultats obtenus ne permettent pas d'aboutir à un consensus (Teerikangas et Very, 2006).

Conclusion

Les fusions-acquisitions sont un champ d'investigations important de la recherche en finance. La performance effective de ces opérations soulève toujours autant de questionnements. Actuellement, avec le regain de croissance de ces opérations, l'évaluation de leurs impacts demeure d'autant plus essentielle. De nombreuses recherches ont tenté de déterminer si les fusions-acquisitions sont profitables. A court terme, un consensus tend à reconnaître leur effet positif pour les actionnaires de la cible, alors qu'ils seraient non significatifs voire négatifs pour les actionnaires de l'acquéreur. A long terme, les différentes méthodologies utilisées ne permettent pas de trancher quant à la performance des fusions-acquisitions.

Dès lors, les auteurs préconisent de mobiliser plusieurs approches afin de faciliter les comparaisons avec les autres recherches réalisées et d'éliminer les biais ayant trait à une méthodologie. Concernant la taille de l'échantillon, le recueil d'un nombre important d'opérations semble être à privilégier dans une optique de généralisation. A l'inverse, les échantillons de petite taille seraient pertinents pour approcher de plus près les mécanismes en œuvre. Aussi, la réalisation d'études cliniques est une voie à envisager pour affiner la compréhension du processus de fusions-acquisitions et déterminer les facteurs clés affectant la performance à long terme.

Au-delà de la mesure de la performance et de ses déterminants, les motivations expliquant le développement des fusions-acquisitions sont aussi essentielles ; celles-ci peuvent effectivement influencer leur réussite à long terme. Une des principales motivations relevée dans la littérature est l'intérêt personnel des dirigeants. Ainsi, l'étude de ces moteurs est également susceptible d'apporter quelques éclaircissements sur le paradoxe du fleurissement des fusions-acquisitions en dépit de leurs résultats mitigés.

Bibliographie

AGRAWAL A., JAFFE J. F. et MANDELKER G. N. (1992), « The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly », *Journal of Finance*, vol. 47, n° 4, p. 1605-1621.

ALBOUY M. (2000), « A qui profitent les fusions-acquisition ? Le regard du financier », *Revue française de gestion*, n° 131, p. 70-84.

ALEXANDRIDIS G., ANTONIOU A. et PERMEZAS D. (2007), « Divergence of Opinion and Post-Acquisition Performance », *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 34, n° 3/4, p. 439-460.

BAUMOL W. J. (1959), *Business Behavior, Value, and Growth*, Macmillan, New York.

BROWN S., FINN M. et HOPE O.-K. (2000), « Acquisition-Related Provision-Taking and Post-Acquisition Performance in the UK Prior to FRS 7 », *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 27, n° 9/10, p. 1233-1265.

BUCKLEY P. J. et GHAURI P. N. (2002), « Introduction », in: Buckley P. J. et Ghauri P. N., *International Mergers and Acquisitions*, Thomson, p. 1-21.

CORNETT M. M. et TEHRANIAN H. (1992), « Changes in corporate performance associated with bank acquisitions », *Journal of Financial Economics*, vol. 31, n° 2, p. 211-234.

CREMERS M. K. J., NAIR V. B. et WEI C. (2007), « Governance Mechanisms and Bond Prices», *Review of Financial Studies*, vol. 20, n° 5, p. 1359-1388.

DEVOS E., KADAPAKKAM P.R. et KRISHNAMURTHY S. (2009), « How Do Mergers Create Value ? A Comparison of Taxes, Market Power, and Efficiency Improvements as Explanations for Synergies », *Review of Financial Studies*, vol. 22, n° 3, p 1179-1211.

FAMA E. F. (1965), « The behaviour of stock market prices », Journal of Business, vol. 38, n° 1, p. 34-105.

FAMA E . F., FISHER L., JENSEN M.C. et ROLL R. (1969), « The adjustment of stock prices to new information », *International Economic Review*, vol.10, n° 1, p.1-21.

FAMA E. F., et FRENCH K. R. (1993), « Common risk factors in the returns on stocks and bonds », *Journal of Financial Economics*, vol. 33, n° 1, p. 3-56.

FULLER K., NETTER J. et STEGEMOLLER M. (2002), « What Do Returns To Acquiring Firms Tell Us ? Evidence From Firms That Make Many Acquisitions », *Journal of Finance*, vol. 57, n° 4, p. 1763-1793.

GORTON G., KAHL M. et ROSEN R. (2009), « Eat Or Be Eaten : A Theory of Mergers and Firm Size », *Journal of Finance*, vol. 64, n° 3, p. 1291-1344.

GRAHAM, LEMMON et WOLF (2002), « Does Corporate Diversification Destroy Value? », *Journal of finance*, vol. 57, n° 2, p. 695-720.

GRAND THORNTON (2011), *Mergers and acquisitions: global prospects for growth - International Business Report 2011*.

HEALY P. M., PALEPU K. U. et RUBACK R. S. (1992), « Does corporate performance improve after mergers? », *Journal of Financial Economics*, vol. 31, n° 2, p. 135-175.

HOBERG G. et PHILLIPS G. (2010), « Product Market Synergies and Competition in Mergers and Acquisitions: A Text-Based Analysis », *Review of Financial Studies*, vol. 23, n° 10, p. 3773-3811.

HOSHINO Y. (1982), « The performance of corporate mergers in Japan », *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 9, n° 2, p. 153-165.

HUBLER J. et MESCHI P.-X. (2000), « Alliances, acquisitions et valorisation boursière », *Revue française de gestion*, n° 131, p. 85-97.

JENSEN M.C. (1978), « Some anomalous evidence regarding market efficiency », *Journal of Financial Economics*, Vol.6, n° 2/3, p.95-101.

JENSEN M. C. (1986), « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers », *American Economic Review*, vol. 76, n° 2, p. 323-329.

JENSEN M. C. (1988), « Takeovers: Their Causes and Consequences », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, n° 1, p. 21-48.

JENSEN M.C. et MECKLING W.H. (1976), « The theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure », *Journal of Finance Economics*, vol. 3, n° 4, p. 305-360.

LAAMANEN T. et KEIL T. (2008), « Performance of Serial Acquirers : Toward an Acquisition Program Perspective », *Strategic Management Journal*, vol. 29, n° 6, p. 663-672.

LEVANT Y., (2000), « Typologie des systèmes de contrôle organisationnel et performance des opérations d'acquisition », *Comptabilité, Contrôle, Audit*, Tome 6, vol 2, p. 77-96.

MANNE H. (1965), « Mergers and the market for corporate control », *Journal of Political Economy*, vol. 73, n° 2, p. 110-120.

MASULIS R., WANG C. et XIE F. (2007), « Corporate governance and acquirer returns », *Journal of Finance*, vol. 62, n° 4, p. 1851-1889.

MARRIS R. (1964), *The Economic Theory of Managerial Capitalism*, Free Press of Glencoe, New York.

MEIER O. ET SCHIER G. (2009), Fusions acquisitions – Stratégie, Finance, Management, 3ème éditions, Dunod.

MELICHER R. M. et RUSH D. F. (1974), « Evidence on the acquisition-related performance of conglomerate firms », *Journal of Finance*, vol. 29, n° 1, p. 141-149.

NAVATTE P. et SCHIER G. (2008), « La mesure de la performance des fusions-acquisitions : les apports des études récentes », Revue des Sciences de Gestion, N°233, p. 43-49.

OLSON G.-T. et PAGANO M.-S (2005), « A New Application of Sustainable Growth: A Multi-Dimensional Framework for Evaluating the Long Run Performance of Bank Mergers », *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 32, n° 9/10, p. 1995-2036.

RAHMAN A. R. et LIMMACK R. J. (2004), « Corporate Acquisitions and the Operating Performance of Malaysian Companies », *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 31, n° 3/4, p. 359-400.

RAU P. R. et VERMAELEN T. (1998), « Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms », *Journal of Financial Economics*, vol. 49, n° 2, p. 223-253.

REID S. R. (1973), « Petroleum mergers, multinational investments, refining capacity and performance in the energy crisis », *Financial Management*, vol. 2, n° 4, p. 50-56.

SCHOENBERG R. (2006), « Measuring the Performance of Corporate Acquisitions: An Empirical Comparison of Alternative Metrics », *British Journal of Management*, vol. 17, n°4, p. 361-370.

SHARMA D.-S. et HO J. (2002), « The Impact of Acquisitions on Operating Performance: Some Australian Evidence », *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 29, n° 1/2, p. 155-200.

SHLEIFER A. et VISHNY R. W. (1989), « Management Entrenchment », *Journal of Financial Economics*, vol. 25, n° 1, p. 123-139.

SUDARSANAM S. et MAHATE A. A. (2003), « Glamour Acquirers, Method of Payment and Post-acquisition Performance: The UK Evidence », *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 30, n° 1/2, p. 299-341.

TEERIKANGAS S. et VERY P. (2006), « The Culture–Performance Relationship in M&A: From Yes/No to How », *British Journal of Management*, vol. 17, p. 31-48.

UNCTAD (2011), *Global Investment Trends Monitor - Global and Regional FDI Trends in 2010*, n° 5.

TRAUTWEIN F. (1990), « Merger Motives and Merger Prescriptions », *Strategic Management Journal*, vol. 11, n° 4, p. 283-295.

ZOLLO M., MEIER D. (2008), « What is M&A performance? », *Academy of Management Perspective*, vol. 22, n°3, p. 55-77.