



**HAL**  
open science

# La création de valeur des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions : justification comparative par le modèle de mesure de la valeur financière "cas des sociétés du SBF 250"

Fateh Saci, Boualem Aliouat

## ► To cite this version:

Fateh Saci, Boualem Aliouat. La création de valeur des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions : justification comparative par le modèle de mesure de la valeur financière "cas des sociétés du SBF 250". 20e Tutorat Doctoral GRAND SUD organisé par : L'IAE de Grenoble et le CERAG, Jun 2013, Grenoble, France. halshs-00877514

**HAL Id: halshs-00877514**

**<https://shs.hal.science/halshs-00877514>**

Submitted on 28 Oct 2013

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

**20e Tutorat Doctoral GRAND SUD organisé par :**  
**L'IAE de Grenoble et le CERAG les 20 et 21 juin 2013**

**LA CREATION DE VALEUR DES ALLIANCES  
STRATÉGIQUES ET DES FUSIONS-ACQUISITIONS :  
JUSTIFICATION COMPARATIVE PAR LE MODÈLE DE  
MESURE DE LA VALEUR FINANCIÈRE**

**« CAS DES SOCIETES DU SBF 250 »**

**Fateh SACI**

Doctorant en science de gestion à l'IAE de Nice  
Sous la direction du professeur **Boualem ALIOUAT**

GREDEG, CNRS-UNS UMR 7321

Université de Nice Sophia Antipolis

250 rue Albert Einstein - Bâtiment 2

06560 Valbonne, Nice, France

Email: [fateh.saci@gredeg.cnrs.fr](mailto:fateh.saci@gredeg.cnrs.fr)

Email: [sacifateh@yahoo.fr](mailto:sacifateh@yahoo.fr)

## Résumé :

Les alliances stratégiques et les fusions-acquisitions sont théoriquement considérées aujourd'hui comme de véritables leviers de création de valeur. Cette création de valeur prend différentes formes, à savoir essentiellement une valeur stratégique, une valeur substantielle, une valeur institutionnelle et une valeur financière (notamment actionnariale). C'est cette dernière qui retient spécifiquement notre attention. L'objectif de ce travail de recherche, après avoir analysé les résultats des travaux empiriques réalisés sur l'impact des annonces d'acquisitions portant sur la performance boursière, est de répondre à deux questions fondamentales. La première question est de savoir si à un horizon plus ou moins lointain, la performance boursière des acquisitions coïncide avec la performance réelle, et si par conséquent cette forme de croissance externe peut se justifier par la motivation financière des dirigeants ou actionnaires. La deuxième question est de savoir si cette hypothèse formulée se vérifie également pour le cas des alliances, établissant par la même une comparaison avantageuse en faveur de l'une ou l'autre des options de croissance externe. Nos résultats montrent en définitive que sur le court terme l'annonce d'une alliance a un impact négatif sur la performance contrairement à l'annonce d'une fusion ou d'acquisition, tandis que d'autre part sur le long terme, il n'y a aucun impact positif (impact neutre) sur la performance financière qu'il s'agisse de l'alliance stratégique ou de la fusion-acquisition. Nous expliquons ce résultat par un phénomène de « création de valeur compensatoire » dans le cadre d'une intention *stratégico-financière*.

**Mots clés:** Alliances stratégiques, fusions-acquisitions, stratégie de croissance externe, création de valeur financière, création de valeur compensatoire, valeur boursière, économétrie des données de panel.

## THE VALUE CREATION OF STRATEGIC ALLIANCES AND MERGERS & ACQUISITIONS: A COMPARATIVE JUSTIFICATION THROUGH A MEASUREMENT BASED ON FINANCIAL VALUE MODEL. "THE EMPIRICAL CASE OF SBF 250 FIRMS "

### Abstract:

Strategic alliances and mergers & acquisitions are theoretically now considered as real levers of value creation. This value creation takes different forms, essentially strategic value, substantial value, institutional value and financial value (including shareholders). This latter holds our attention specifically. The objective of our research, after analyzing the results of empirical works focused on the acquisition announcements impact on the stock market performance, is to answer two fundamental questions. The first question is to know that if, on a more or less distant horizon, the stock market performance of acquisitions coincides with the actual performance and so if this form of acquisitions can be justified by the financial motivation of CEOs or shareholders. The second question is to know that if this hypothesis is also true in the case of alliances, establishing by the way an advantageous comparison in favor of one or other of the external growth options. Our final results show that in the short term the announcement of an alliance has a negative impact on performance as opposed to the announcement of a merger & acquisition, while other hand on the long-term, there is no positive impact (neutral impact) on financial performance whether it be the strategic alliance or merger & acquisition. We explain this result by the phenomenon of "creation of compensatory value" in the context of a strategic and financial plan.

**Key words:** Strategic alliances, mergers & acquisitions, external growth strategy, financial value creation, creation of compensatory value, market value, econometric of panel data.

## Introduction :

Depuis les années 1980, les entreprises quelles que soient leurs tailles ou leurs secteurs d'activités se développent de plus en plus par des opérations de croissance externe, notamment par des alliances stratégiques (AS) ou des fusions-acquisitions (F&A) (Paturel, 1990). Ces dernières se sont multipliées au point d'apparaître comme une forme assez courante au sein des options stratégiques d'entreprise. Cette tendance s'explique par plusieurs raisons liées notamment aux intentions des acteurs concernés qu'il s'agisse, comme le notent certains auteurs, de motivations financières des actionnaires, de motivations stratégiques, substantielles ou institutionnelles (Aliouat et Taghzouti 2009).

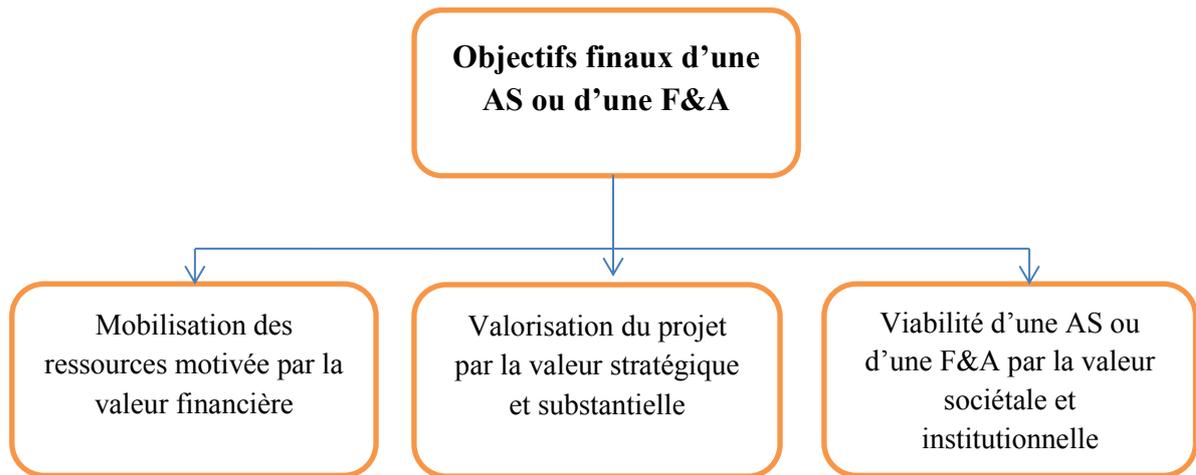


Figure 1 : Objectifs finaux d'une AS ou d'une F&A, adaptée du travail (Aliouat et Taghzouti 2009).

Jacquot et Koehl (1998) ont formulé ces mêmes objectifs et motivations pour le cas des coopérations en général. Pour ces deux auteurs, les motivations sont souvent fournies par des explications environnementales (intensification de la concurrence, globalisation des marchés, évolution technologique, internationalisation des marchés, etc.), des interprétations économiques (l'efficacité économique et organisationnelle) ou des interprétations culturelles et cognitives (les facteurs socioculturels, les schémas d'interprétation des acteurs, la vision,...).

Aujourd'hui, avec la situation économique nouvelle et les crises financières qui se multiplient, les alliances stratégiques et les fusions-acquisitions<sup>1</sup> sont devenues deux des moyens les plus adaptés pour faire face à une éventuelle crise interne ou externe, mais aussi pour faire face à une concurrence intense, intégrer un nouveau marché, réduire ou minimiser les coûts, maximiser les profits, compléter une gamme, se développer sur de nouveaux marchés, acquérir une technologie ou un savoir-faire, obtenir des ressources rares, conserver certaines ressources, innover, etc. (Jacquot et Koehl, 1998). En somme, des stratégies de préservation,

---

<sup>1</sup> Malgré la crise de 2007, la même année le nombre des F&A a atteint un sommet et c'est à partir de ces données que l'on peut raisonnablement conclure que les F&A peuvent être des réponses pour remédier à une crise ou au contraire une opportunité destinée à profiter des entreprises fragiles cibles. Selon les chiffres définitifs du fournisseur de données Thomson Financial, publiés jeudi 3 janvier 2008.

de captation, de création ou d'obtention de la valeur actuelle ou nouvelle au sens de Paturel (2011).

Cependant, avec la globalisation financière, les firmes se sont davantage concentrées sur la richesse de l'actionnaire, ces dernières ont alors connu une forte croissance de liquidité et une augmentation des profits. C'est pourquoi les praticiens et les chercheurs s'intéressent de plus en plus à ce domaine.

La recherche de la maximisation de la richesse des actionnaires qui est au centre de cette compétition à la grande taille comme le précise Albouy (2006) dans son article, *Théorie, applications et limites de la mesure de la création de valeur* : "Il n'y a pas si longtemps, l'objectif principal affiché était la course au chiffre d'affaires, à la taille critique, à la part de marché, voire au bénéfice net annuel. (...). La création de valeur actionnariale ne serait-elle qu'un effet de mode ou un thème de communication comme beaucoup de sujets de management ?".

Par conséquent, les alliances stratégiques et les fusions/acquisitions se présentent comme une stratégie de réponse à la crise financière.

Le rapprochement entre deux entreprises doit normalement permettre acquérir de nouveaux actifs corporels et incorporels (hommes et machines) et un nouveau pouvoir.

Après avoir creusé sur la littérature, on a réussi à faire les deux constats suivant :

Constat I: les recherches académiques menées dans un contexte français demeurent peu nombreuses particulièrement sur le lien entre les alliances stratégiques et la performance financière à long terme d'où le premier intérêt de recherche qui est de contribuer à une meilleure compréhension de la problématique des alliances stratégiques et des fusions acquisitions en France.

Constat II: les résultats obtenus jusqu'à maintenant sont controversés et incertains et par conséquent l'intérêt à identifier la nature de l'impact des alliances stratégiques et des fusions acquisitions sur la performance financière.

Il est bien de préciser que le choix de ce sujet de thèse n'est pas un hasard, mais plutôt une motivation de répondre aux questionnements d'Aliouat (1993, 1996), Aliouat, après avoir analysé les résultats des travaux empiriques sur l'impact des annonces d'acquisitions sur la valeur boursière ou il a constaté l'impact était positif, a formulé les deux questions suivantes :

- A un horizon plus ou moins lointain, la performance boursière des acquisitions coïnciderait-elle avec la performance réelle ?
- Est-ce que la confirmation des hypothèses formulées et vérifiées par les auteurs reste valide pour le cas des alliances.

D'où la formulation de la problématique suivante :

Quel est l'impact d'une alliance stratégique ou d'une fusion acquisition sur la performance financière de l'entreprise?

La répondre à cette problématique nécessite la réponse aux deux questions de recherche suivantes :

- L'annonce d'une alliance stratégique ou d'une fusion-acquisition a-t-elle un impact sur la valorisation boursière (sur performance à court terme)?

- Une alliance stratégique ou une fusion acquisition a-t-elle un impact sur la performance financière à long terme? Autrement dit les AS ou les F&A sont-elles des leviers de performance financière?

### **Cadre théorique :**

Pour répondre à nos deux questions de recherche on doit impérativement se référer à certain courant théorique notamment la théorie de l'efficacité de marché pour le cas la performance à court terme et la théorie des coûts de transaction, la théorie de l'agence ainsi que la théorie des ressources pour le cas de la performance à long terme.

- **Du point de vue de la théorie de l'efficacité de marché** (FAMA, 1965) Le principe pour mesurer la performance des AS ou F&A: 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 AS ou F&A résulte principalement de la réunion des firmes.
- **Du point de vue de la théorie des coûts de transaction** Coase (1937), Williamson (1985), D'après la théorie des coûts de transaction, l'amélioration de la performance repose sur les arbitrages économiques menés par une entreprise et qui sont associés au rapport qui réside entre les coûts des prestations extérieures et celles réalisées en interne
- **Du point de vue de la théorie de l'agence** Jensen et Ruback, (1983) La CV est une résultante de la discipline managériale imposée par le marché financier, Le marché financier prend la forme d'un marché de « contrôle des sociétés »
- **Du point de vue de la théorie des ressources (RBV)** Penrose (1959) La théorie fondée sur les ressources perçoit une F&A et une AS comme la conséquence d'opportunités saisies par une firme et une façon de se positionner dans un certain environnement.

### **Revue des travaux empiriques Performance à court terme**

L'annonce d'une alliance stratégique ou d'une fusion acquisition a-t-elle un impact sur la valorisation boursière (sur performance à court terme)?

Le tableau suivant énumère les principaux travaux réalisés sur la performance boursière

Résultats	Références
<b>Fusions acquisitions (F&amp;A)</b> Impact positif	En France: J.Hubler et P.Meschi (2000) Travaux anglo-xaxons : Dodd, (1980) ; Travlos, (1987) ; Huang et Walkling, (1987) ; Doukas et Travlos, (1988) ; Jennings et Mazzeo, (1991) ; Markides et Oyon, (1998)
<b>Alliances stratégiques (AS)</b> Impact négatif sinon neutre	En France: J.Hubler et P.Meschi (2000) Travaux anglo-xaxons : Mac Connel et Nontell (1985), Finnerty et All (1986), Lee et Wyatt (1990), Koh et Venkatramen (1991), Reuer et Miller (1997), Jacquot et Koehl (1998), Das et Al (1998)

Une alliance stratégique ou une fusion acquisition a-t-elle un impact sur la performance financière à long terme?

Résultats	Références
<b>Fusions acquisitions (F&amp;A)</b> <b>Résultats mitigés</b>	Silhan et Howard (1986) ; Karen et Schmidt (1988) Morck, Shleifer et Vishny (1990) ; Datta, Penches et Narayanan (1992) ; Park (2003), Yook (2004), Perdreau (1998), Harrison, Hitt, Hoskisson et Ireland (1991); Camerlynck Ooghe et De Langhe (2005)
<b>Alliances stratégiques (AS)</b> <b>Résultats mitigés</b>	Combs et Ketchen (1999) ; Lorenzoni G. & Lipparini A. (1999) ; Reuer J. J. & Miller K. D., (1997) ; Deeds et Hill, (1996) ; Park (1997); Baum, Calabrese et Silverman, (2000) ; Park et Dong-Sung (1997)

### Modèle de recherche et définition des variables

D'où la régression linéaire suivante pour les AS et F&A respectivement :

$$PF_{it} = \beta_0 + \beta_1 * APAS + \beta_2 * Op Pr Margin + \beta_3 * CostGS + \beta_4 * FSales + \beta_5 * Sales + \beta_6 * FSales - Sales + \beta_7 * NPART + \beta_8 * N + \beta_9 * S + \varepsilon$$

$$PF_{it} = \beta_0 + \beta_1 * APMA + \beta_2 * OpPr Margin + \beta_3 * CostGS + \beta_4 * FSales + \beta_5 * Sales + \beta_6 * FSales - Sales + \beta_7 * NPART + \beta_8 * N + \beta_9 * S + \varepsilon$$

### Hypothèses Alliances Stratégiques (AS) et Fusions Acquisitions

H1 : Il existe un impact positif entre l'annonce d'une alliance stratégique ou d'une fusion-acquisition et la création de valeur boursière (performance financière à court terme), autrement dit : il existe un lien positif entre l'effet d'annonce d'une alliance stratégique et la valeur boursière.

H2 : L'augmentation de la marge sur le résultat d'exploitation à un impact positif sur la performance financière lors d'une alliance stratégique ou d'une fusion-acquisition

H3 : L'augmentation du chiffre d'affaires réalisé à l'étranger à un impact positif sur la performance financière lors d'une alliance stratégique ou d'une fusion -acquisition

H4 : L'augmentation des ventes (chiffre d'affaires) annuelles à un impact positif sur la performance financière lors d'une alliance stratégique ou d'une fusion-acquisition

H5 : L'augmentation de la variation ventes réalisées à l'étranger sur le total des ventes à un impact positif sur la performance financière lors d'une alliance stratégique ou d'une Fusion Acquisition

H6 : L'augmentation du nombre de salariés a un impact négatif sur la performance financière lors d'une alliance stratégique ou d'une fusion-acquisition

### Définition des variables

Nous nous sommes référé aux travaux de : Choelsoon Park (2003): ROA, ROE et ROI ; Perdreau (1998): ROA, ROE, EBIT, EBITD, ROIC ; Harrison, Hitt, Hoskisson et Ireland (1991): ROE et le capital, la dette, l'intensité en recherche et développement, et les frais généraux, administratifs et de vente ; Combs et Ketchen (1999): ROA (enquêtes) ; Park et Dong- Sung Cho (1997) : ROA, Op Profit.

<b>Variables dépendantes</b>	<b>Variables indépendantes</b>	<b>Variables de contrôle</b>
RA: rentabilité anormale RAC: rentabilité anormale cumulée - RAM: rentabilité anormale moyenne (test de Student) - <b>RAMC</b> : rentabilité anormale moyenne cumulée - <b>ROA</b> : la rentabilité économique - <b>ROE</b> : la rentabilité financière - <b>PBR</b> (Price to book ratio): la performance boursière	- <b>APAS, APMA</b> - <b>OPPRMAR (Operating Profit Margin)</b> - <b>CostGS (Cost Of Goods Sold)</b> - <b>Fsales (Foreign Sales)</b> - <b>Sales</b> - <b>Variation Fsales/Sales</b> - <b>N</b>	- <b>S</b> - <b>NPART</b>

### **La méthodologie de recherche :**

Dans le cas de notre étude, on a utilisé des données comptables et financières (données secondaires) et c'est pour cette raison que notre choix épistémologique porte sur le positivisme avec une approche hypothético-déductive (hypothèses, tests).

Notre échantillon est constitué de 75 alliances stratégiques et 87 fusions acquisitions relevé des sociétés du SBF 250 et on a utilisé l'historique des données boursières et financières entre 1997 et 2012. Pour notre étude est faite sur une période longitudinale de sept (07) années, trois (03) ans avant l'alliance ou la fusion acquisition, l'année de l'alliance ou la fusion acquisition et trois (03) ans après l'alliance ou la fusion acquisition, Cornett et Tehranian (1992).

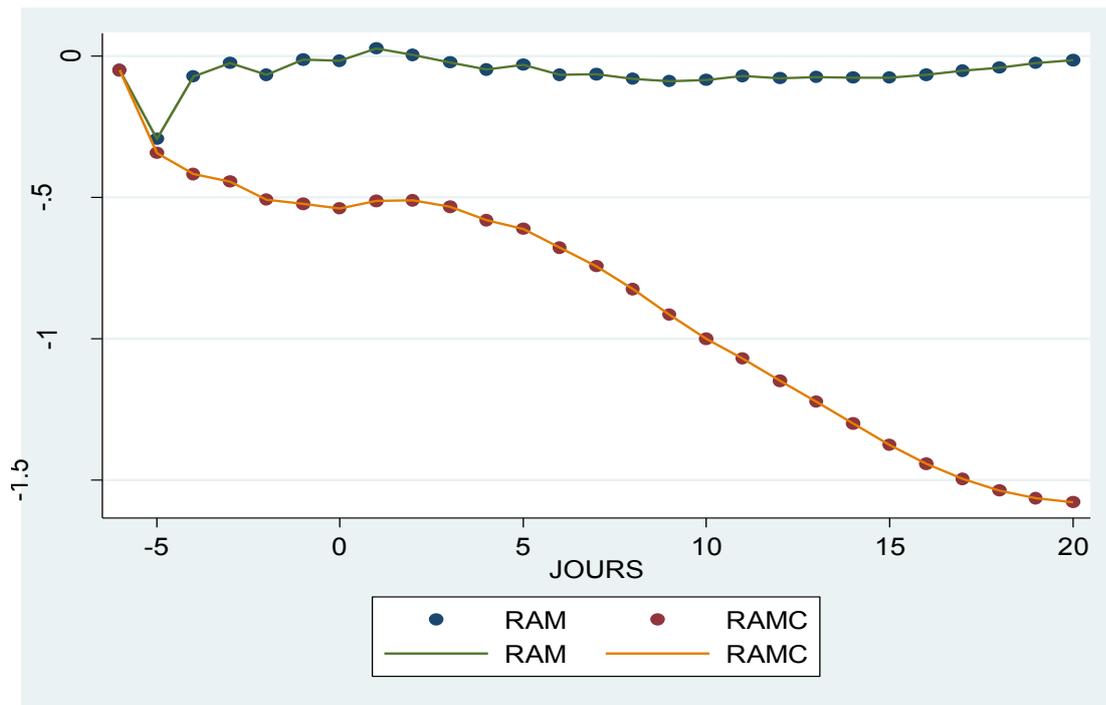
Pour l'analyse des données, on a utilisé réalisé le Test de Student pour l'étude d'évènement sur le logiciel STATA et les tests de comparaison des moyennes et estimation sur données de panel également sur STATA et RATS

#### **Test de Student pour les rentabilités financières à court terme :**

- La significativité éventuelle des RA, RAM et des RAMC au vu des tests pratiqués est mesuré selon les tests habituels (soit 1%, 5% et 10%).
- L'objectif de notre travail de recherche est de tester ou mesurer l'impact à court terme des annonces alliances stratégiques (AS) et des fusions acquisitions (F&A) sur la performance financière (ou sur la valeur boursière) des sociétés françaises concernées.

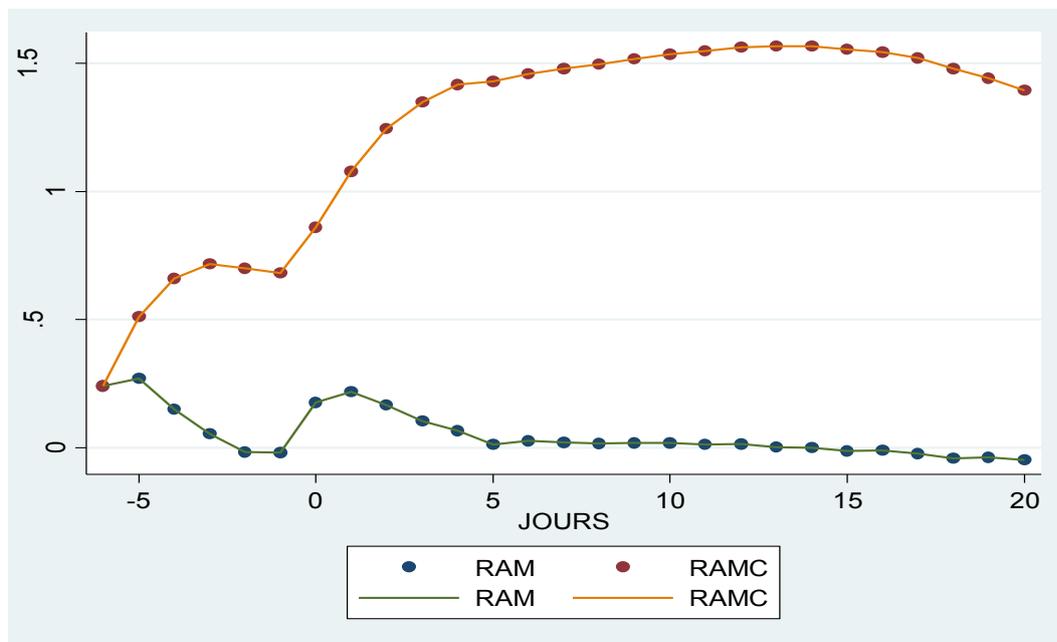
AS à 6 jours :

JOURS	RA (%)	RAC (%)	TEST T (RA)	RAM (%)	TEST T (RAM)	RAMC (%)	TEST T (RAMC)
-6	-0,050	-0,050	-0,216	-0,050	-0,216	-0,050	-0,216
-5	-0,536	-0,586	<b>-1,914*</b>	<b>-0,293</b>	<b>-1,691*</b>	-0,344	-0,905
-4	0,365	-0,222	1,111	-0,074	-0,463	-0,418	-0,831
-3	0,117	-0,105	0,541	-0,026	-0,204	-0,444	-0,730
-2	-0,224	-0,328	-0,942	-0,066	-0,637	-0,509	-0,740
-1	0,249	-0,080	0,829	-0,013	-0,140	-0,523	-0,692
0	-0,034	-0,114	-0,110	-0,016	-0,172	-0,539	-0,663
1	<b>0,318</b>	0,204	1,269	0,025	0,291	-0,513	-0,593
2	-0,173	0,031	-0,689	0,003	0,042	-0,510	-0,556
3	-0,257	-0,226	-1,052	-0,023	-0,275	-0,533	-0,547
4	-0,309	-0,535	-1,237	-0,049	-0,654	-0,581	-0,566
5	<b>0,165</b>	-0,370	0,704	-0,031	-0,407	-0,612	-0,566
6	-0,493	-0,864	-1,323	-0,066	-0,839	-0,679	-0,597



F&A à 6 jours :

JOURS	RA (%)	RAC (%)	TEST T (RA)	RAM (%)	TEST T (RAM)	RAMC (%)	TEST T (RAMC)
-6	0,241	0,241	1,112	0,241	1,112	0,241	1,112
-5	0,300	0,541	0,984	0,270	1,620	0,512	1,557
-4	-0,092	0,449	-0,424	0,150	0,985	0,661	1,481
-3	-0,231	0,218	-1,304	0,054	0,460	0,716	1,313
-2	-0,296	-0,078	-1,459	-0,016	-0,157	0,700	1,114
-1	-0,035	-0,114	-0,155	-0,019	-0,208	0,681	0,972
0	1,359	1,245	<b>3,077***</b>	0,178	<b>1,626*</b>	0,859	1,104
1	0,502	1,748	1,601	0,218	<b>2,024*</b>	1,078	1,262
2	-0,250	1,498	-1,181	0,166	<b>1,665*</b>	1,244	1,345
3	-0,458	1,040	-1,863	0,104	1,103	1,348	1,360
4	-0,292	0,749	-1,198	0,068	0,801	1,416	1,347
5	-0,593	0,156	-	0,013	0,159	1,429	1,287
6	0,211	0,367	1,078	0,028	0,375	1,457	1,252



AS à long terme :

éléments	Moyenne			Ecart type		
	Trois ans avant	Année AS	Trois ans après	Trois ans avant	Année AS	Trois ans après
ROA	1,28	1,17	1,25	0,90	0,82	0,95
ROE	2,43	2,29	2,39	0,74	0,92	0,78
PBR	0,73	0,60	0,52	0,75	0,67	0,61
ORPRMAR	1,71	1,73	1,76	0,94	0,73	0,95
COSTGS	9191	9227	9352	11597	11650	12029
FSALES	7092	7804	8036	8370	8994	9313
SALES	15024	16131	16926	17454	19210	20416
FSALES_SALES	3,11	2,06	2,31	29,06	57,61	13,47
N	72658	74200	74518	80269	80540	83163

Avant l'alliance :

$$PF_{it} = \beta_0 + \beta_1 * APAS + \beta_2 * OpPrMargin + \beta_3 * CostGS + \beta_4 * FSales + \beta_5 * Sales + \beta_6 * FSales - Sales + \beta_7 * NPART + \beta_8 * N + \beta_9 * S + \varepsilon$$

	ROA		ROE		PBR	
	Coeff	P- value	Coeff	P- value	Coeff	P- value
OpPrMargi	.3399823	<b>0.001***</b>	.31371	<b>0.000***</b>	.1760597	<b>0.006***</b>
Fsales	-.0763402	0.718	-.0320694	0.536	-.0451567	0.793
Sales	.8807723	0.118	.0976777	0.243	-.562795	0.177
Fsales_Sale	-.0000832	0.945	.0009349	0.482	.0006953	0.492
N	-.7609001	<b>0.045**</b>	-.0590199	0.509	.0917911	0.700
Npart			-.1173997	0.224		
S			-.0294496	0.350		

Après l'alliance :

$$PF_{it} = \beta_0 + \beta_1 * APAS + \beta_2 * OpPrMargin + \beta_3 * CostGS + \beta_4 * FSales + \beta_5 * Sales + \beta_6 * FSales - Sales + \beta_7 * NPART + \beta_8 * N + \beta_9 * S + \varepsilon$$

	ROA		ROE		PBR	
	Coeff	P- value	Coeff	P- value	Coeff	P- value
OpPrMargi	.4940214	<b>0.000***</b>	.3571543	<b>0.000***</b>	.1129907	<b>0.005***</b>
Fsales	-.0466426	0.774	-.0260508	0.647	-.0018756	0.984
Sales	.9481825	<b>0.022**</b>	.0677897	0.439	-.2929679	0.200
Fsales_Sale	.0018634	<b>0.099*</b>	.0026861	<b>0.034**</b>	.0004711	0.473
N	-.3938089	<b>0.067*</b>	-.0291444	0.742	-.0897972	0.395
Npart			-.0738069	0.487		
S			-.0908205	<b>0.005***</b>		

F&A

éléments	Moyenne			Ecart type		
	Trois ans avant	L'année de la fusion	Trois ans Après	Trois ans Avant	L'année de La fusion	Trois ans Après
ROA	1,49	1,52	1,33	0,90	0,87	0,96
ROE	2,56	2,56	2,35	0,69	0,69	0,79
PBR	0,80	0,73	0,44	0,60	0,59	0,55
ORPRMAR	2,06	2,09	1,94	0,87	0,75	1,14
COSTGS	5505	6224	6765	13539	14806	15572
FSALES	5418	6278	7115	13353	15005	15974
SALES	10731	13715	14868	20319	24690	26342
FSALES_SALES	16,29	1,77	-104,20	20319	4,11	1302
N	41204	47159	49705	66594	74651	74753

Avant F&A :

$$PF_{it} = \beta_0 + \beta_1 * APMA + \beta_2 * OpPrMargin + \beta_3 * CostGS + \beta_4 * FSales + \beta_5 * Sales + \beta_6 * FSales - Sales + \beta_7 * NPART + \beta_8 * N + \beta_9 * S + \varepsilon$$

	ROA		ROE		PBR	
	Coeff	P- value	Coeff	P- value	Coeff	P- value
OpPrMargi	.2505104	<b>0.010***</b>	.5509169	<b>0.000***</b>	.1109991	<b>0.042**</b>
Fsales	-.035888	0.805	.0282831	0.831	-.1352968	0.180
Sales	.4113319	<b>0.078*</b>	.5281162	<b>0.014**</b>	.2542922	0.113
Fsales_Sale	-.0001581	0.175	-.0002117	<b>0.047**</b>	-.000174	<b>0.033**</b>
N	-.2595604	0.283	-.6679819	<b>0.003***</b>	-.2173982	0.188

Après F&A :

$$PF_{it} = \beta_0 + \beta_1 * APMA + \beta_2 * OpPrMargin + \beta_3 * CostGS + \beta_4 * FSales + \beta_5 * Sales + \beta_6 * FSales - Sales + \beta_7 * NPART + \beta_8 * N + \beta_9 * S + \varepsilon$$

	ROA		ROE		PBR	
	Coeff	P- value	Coeff	P- value	Coeff	P- value
OpPrMargi	.4690619	<b>0.000***</b>	.7395626	<b>0.000***</b>	.1010666	<b>0.007***</b>
Fsales	-.0153052	0.802	.004829	0.936	-.06495	0.144
Sales	-.1566306	0.560	.035816	0.901	-.3626224	<b>0.058*</b>
Fsales_Sale	.0000153	0.604	.0000225	0.438	.0000255	0.240
N	-.5613986	<b>0.071*</b>	-.4298279	0.214	-.8160551	<b>0.000***</b>

## **Analyse des résultats (test de *Student*, tests de comparaison des moyennes et estimation sur données de panel) :**

- 1- Sur le court terme: un impact positif de l'effet d'annonce d'une fusion acquisition sur la performance boursière, contrairement à l'effet d'annonce d'une alliance stratégique ou l'impact est négatif

On constate que nos résultats sont en cohérence avec ceux d'Hubled et Meschi (2000) et Travlos (1987) par exemple.

- 2- Sur le long terme: Les AS et les F&A n'ont pas d'impacts sur la performance financière de l'entreprise :

- ☞ Nos résultats contredisent les postulats théoriques et les résultats de certains travaux empiriques: AS : Combs et Ketchen (1999), F&A: Harrison, Hitt, Hoskisson et Ireland (1991)
- ☞ Nos résultats sont en cohérence avec les résultats d'autres travaux empiriques : pour le cas des AS: Park et Dong-Sung (1997) , et pour le cas des F&A: Camerlynck Ooghe et De Langhe (2005)

Par rapport à nos hypothèses formulées, nous rejetons les hypothèses suggérant l'existence d'une relation positive entre l'AS, la F&A et la performance: H 3, H4, H6 et H7,

Nous acceptons hypothèse H2, par contre H5 est acceptée pour le cas d'AS et rejetée pour le cas de la F&A

## **Explication des résultats (à développer) :**

L'absence ou la neutralité de l'impact de l'AS ou de F&A sur la performance financière peut s'expliquer comme suit:

- la littérature théorique et empirique analysée suggère et confirme l'existence à la fois d'impacts positifs et négatifs de l'AS et de la F&A sur la performance financière,
- les impacts positifs et négatifs de l'AS ou de la F&A sont susceptibles de se combiner donnant au total un effet net neutre sur la performance,
- les effets négatifs absorberaient les gains potentiels de l'AS ou de la F&A (*création de valeur compensatoire*)

Sur le court terme: l'impact est positif pour les F&A, les acteurs financiers accordent des primes spéciales par rapport à la confiance solide (due au contrôle) que leur inspire la F&A, mais pas pour l'AS qui leur inspire une défiance solide

Sur le long terme: Pour F&A: on ne peut expliquer cet impact négatif que par :

- Le coût élevé de la fusion ou de l'acquisition
- Pour AS: coût sur le dysfonctionnement ??
- Nous pouvons expliquer l'impact négatif par le cumul des crises économiques (crises financières).
- Nous pouvons également expliquer cet impact négatif par ce que on peut appeler la création de valeur compensatoire, c'est-à-dire , les entreprises anticipes les pertes des

marché (perte du chiffre d'affaires par exemple) et c'est pour cela qu'elles optent à ce type de stratégie de croissance externe.

## Conclusion

- ❑ Les apports de recherche:
  - Les apports théoriques:
    - La prise en compte de l'aspect pluridimensionnel de l'AS et la F&A (économique, politique et organisationnelle),
    - L'impact AS/F&A-Performance n'est pas statique monotone, mais, elle est plutôt dynamique.
  - Les apports méthodologiques:
    - Une étude sur une période longitudinale permettant de rendre compte de l'évolution des effets de l'AS et les F&A dans le temps,
    - Une démarche économétrique basée sur deux types de tests.
- ❑ Les limites de recherche:
  - Un échantillon et une période d'étude limités.
  - L'indisponibilité des détails des états financiers
- ❑ Les prolongements de recherche:
  - Une étude plus détaillée en décortiquant toutes les composantes des états financiers d'entreprises avant et après AS et avant et après F&A afin de connaître leurs impacts sur ces dernières.
  - Une étude triangulaire (compléter notre étude avec des entretiens avec les managers des sociétés de notre échantillon).
  - Prendre en considération l'impact d'une rupture d'une AS ou d'une F&A
  - Une étude sur les AS et F&A internationales permet de prendre en compte des différences managériales, culturelles, politiques

## **Bibliographie:**

Abowd J.M., 1990, Does performance-based managerial compensation affect corporate performance?, *Industrial and Labor Relations Review*, vol. 43, no 3, p 52-73.

Albouy M., (2005), « Peut- on croire à l'efficience de marché financier ? », *Revue française de gestion*, vol 31n n°157, p.169-188.

Albouy M., 2006, "Théorie, applications et limites de la mesure de la création de valeur", *Revue Française de Gestion*; 32, 160;

Aliouat B. & Taghzouti A., (2009), Vers un pilotage des alliances stratégiques par des méthodes perceptives de la valeur : L'influence de la « performance perçue » sur la propension des managers à nouer et maintenir des alliances, 18<sup>ième</sup> Conférence AIMS, Grenoble, 3-4-5 Juin.

Anand, B. N., & Khanna, T. (2000). Do firms learn to create value? The case of alliances. *Strategic Management Journal*, 21, 295-315.

Barber, Brad and John Lyon. 1997. "Detecting Long-Run Abnormal stock returns: The Empirical power and specification of Test Statistics," 43 *Journal of Financial Economics*, 341-372.

Bardin L., (1998), *L'analyse de contenu*, Puf, 9<sup>ième</sup> édition, Paris.

Das S. & al., (1998), Impact of strategic alliances on firm valuation, *Academy of Management Journal*, Vol.41, Iss.1, 27-41.

Dumontier P. et Martinez I., (2001), "Les études d'événements en comptabilité financière", in "Faire de la recherche en comptabilité financière", coordonné par Dumontier P. et Teller R., Vuibert, FNEGE.

Fama E.F., Fisher L., Jensen M. et Roll R., 1969, "The adjustment of stock prices to new information", Février, *International Economic Review*, Vol. 10, N°1, pp. 1-21.

Garette B. et Dussauge P., 2000, "Alliances versus acquisitions: choosing the right option", Février, *European Management Journal*, Vol. 18, N°1, pp. 63-69.

Hitt M.A, Hoskisson R.E., Ireland RD. et Harrison J.S., 1991, "Effects of Acquisitions on R&D Inputs and Outputs", *Academy of Management Journal*. vol. 34, p.693-706.

Perret V. et Séville .M (2007) « fondement épistémologique de la recherché ». In *Méthodes de recherche en management*, Thiétard. Ed.nDunod, pp.13-33

Robert M. Grant (2008, p. 44): *Contemporary Strategy Analysis*