

## CAHIER DE RECHERCHE : 2008-03 E2

L'actionnariat et son influence sur les orientations  
financières et stratégiques d'une entreprise.

**THRAYA Mohamed Firas**



Unité Mixte de Recherche CNRS / Université Pierre Mendès France Grenoble 2  
150 rue de la Chimie – BP 47 – 38040 GRENOBLE cedex 9  
Tél. : 04 76 63 53 81 Fax : 04 76 54 60 68



## RESUME

La forme d'actionnariat et son degré d'homogénéité influent sur les orientations financières et stratégiques d'une entreprise et déterminent la nature des conflits d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants. Dans le cas d'un actionnariat dispersé, les conflits se déclenchent plus particulièrement entre les dirigeants et les actionnaires minoritaires; alors que dans le cas d'un actionnariat concentré, ces conflits prennent une autre envergure et invoquent des rapports antagoniques entre les actionnaires de contrôle et les actionnaires minoritaires. En se basant sur le deuxième cas, notre étude a pour but d'examiner la relation entre la structure de propriété concentrée et la performance des entreprises acquéreuses.

A partir d'un échantillon d'opérations de Fusions&Acquisitions initiées dans des pays européens adoptant le système juridique français, cette recherche étudie principalement l'impact de trois facteurs sur la performance des entreprises acquéreuses : la présence des actionnaires majoritaires ou de contrôle, le niveau de la séparation entre la propriété et le contrôle et enfin l'ampleur des bénéfices privés.

**Mots clés :** actionnariat concentré, conflits d'agence, bénéfices privés, performance, fusions&acquisitions.

## ABSTRACT

The ownership form and the level of its homogeneity affect financial and strategic direction of a company and determine the nature of conflicts interests between shareholders and managers.

In the dispersed shareholding case, conflicts are triggered particularly between managers and minority shareholders, while in the concentrated ownership case; these conflicts take a different dimension focusing on controlling shareholders and minority shareholders. With respect to the second case, our study aims to examine the relationship between concentrated ownership structure and acquiring firm performance.

From a sample of Mergers & Acquisitions transactions initiated in European countries adopting the French civil law, this research mainly studies the impact of three factors on the acquiring firm performance. These factors are: the presence of controlling shareholders, the level of separation between ownership and control and the magnitude of private benefits.

**Keywords:** concentrated ownership, conflicts agency, private benefits, performance, mergers & acquisitions.

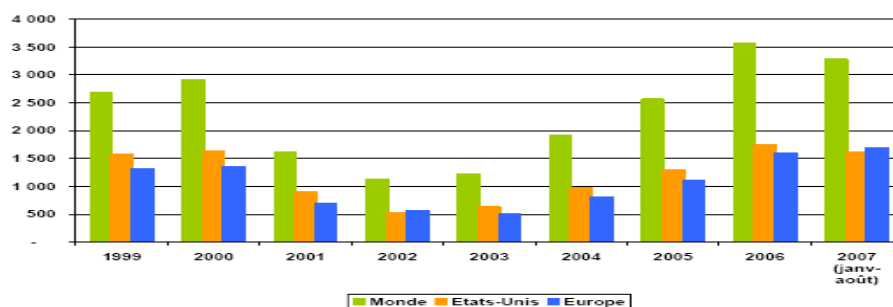
## ÉTUDES ANTÉRIEURES

Charreaux (2006) affirme que récemment et au vu de la prédominance des structures concentrées au niveau international, le débat sur la théorie d'agence s'est légèrement déplacé vers les rapports entre les actionnaires dominants et les petits porteurs de capitaux. Claessens et al (2002) suggèrent que la prédominance de cette structure de propriété dans la plupart des pays doit imposer son ampleur sur les systèmes de gouvernance des entreprises. D'après La Porta (1999), la propriété concentrée se présente comme la règle à travers le monde et non pas l'exception. Faccio et Lang (2002) ont montré que 63% des entreprises de l'Europe de l'ouest sont caractérisées par une propriété concentrée avec un seuil de contrôle de 20% minimum; ce pourcentage est de 79% si on ne tient pas compte du Royaume-Uni.

Dans un autre contexte, Burkart et al (2000) ont critiqué l'excès d'attention prêtée à l'égard des transactions de contrôle et des offres publiques dans le cas d'actionnariat dispersé. Ils affirment que les transferts de contrôle incluant des firmes ayant des actionnaires de contrôle sont en revanche moins bien étudiés.

En outre, la montée récente des vagues de F&A à partir de 2002 (graphique 1) ainsi que l'importance de ces phénomènes à l'échelle économique et dans le monde de la Finance, nous engageant en tant que chercheurs à analyser ces opérations en vue d'appréhender concrètement les enjeux qui les entourent notamment leur rapport avec la structure de propriété.

**Graphique 1 : Montant des opérations de fusions et acquisitions en milliards de dollars**



Source : Bloomberg

## Cadre théorique

Les opérations de Fusions&Acquisitions présentent un vaste champ de recherche et un point de rencontre de plusieurs disciplines telles que le management stratégique, l'économie et la finance. De nombreuses théories ont essayé de fouiller les différents aspects des opérations de rapprochements et analyser leurs conséquences. Notre recherche s'inscrit principalement dans le cadre de la théorie d'agence où les conflits opposent les actionnaires de contrôle aux actionnaires minoritaires. M.C. Jensen et W.H. Meckling (1976) affirment que les coûts d'agence sont dus essentiellement à l'excédent des flux monétaires (Free Cash Flow) qui pousse les dirigeants ou les actionnaires de contrôle\* à investir dans des projets non rentables notamment des fusions et acquisitions afin de servir leurs propres intérêts et favoriser leur opportunisme, ce qui explique les rendements anormaux négatifs à la date de l'annonce. Shleifer et Vishny (1997), dans leur étude sur la gouvernance des entreprises, offrent un jugement particulièrement sévère dans la mesure où ils affirment que l'une des manifestations les plus évidentes des conflits d'agences provient de l'annonce des acquisitions. A cet effet, notre étude suppose que la performance des entreprises acquéreuses est affectée par le conflit d'agence opposant les actionnaires de contrôle aux actionnaires minoritaires et assimile les coûts d'agence aux bénéfices privés extraits par les actionnaires de contrôle suite au sur-paiement de la cible.

Faccio et al (2001) trouvent que plus de 50% des entreprises de l'Europe de l'ouest sont affiliées dans des groupes de sociétés. Bae, Kang et Kim (2002) affirment qu'au sein de ces groupes les problèmes d'agence sont plus accentués, étant donné la forte concentration de propriété et l'étendue du pouvoir des actionnaires de contrôle qui excède parfois significativement leurs droits aux bénéficiaires. Afin de maintenir leur contrôle à travers un large groupe de sociétés, les actionnaires de contrôle utilisent des structures pyramidales, des participations croisées, des chaînes multiples de contrôle et des actions à droits de vote multiples. Les problèmes d'agence peuvent être particulièrement inquiétants au moment où les mécanismes qui protègent les actionnaires minoritaires ne sont pas assez efficaces. Bigelli et Megnoli (2004) suggèrent que les Fusions&Acquisitions sont utilisés par les actionnaires ultimes afin d'obtenir des bénéfices privés dans le cas où les juridictions offrent une faible protection pour les petits porteurs de capitaux.

---

\* La littérature qui s'intéresse à la structure d'actionnariat dans plusieurs pays, y compris les Etats-Unis, montre que les actionnaires dominants ont une influence significative sur la direction de l'entreprise.

Dans un autre cadre d'analyse, notre recherche évoque la théorie des signaux dans la mesure où nous nous intéressons à des études d'événements au cours desquelles l'annonce d'une opération de rapprochement entraîne une réaction immédiate du cours du titre de l'entreprise absorbante et du cours du titre de la cible. Dans le cas d'une propriété concentrée, l'annonce d'une fusion ou d'une acquisition peut créer un déséquilibre informationnel étant donné que les flux d'informations sont en majorité détenus par les actionnaires dominants possédant les informations privées. L'asymétrie d'information entre les actionnaires de contrôle et les autres actionnaires porte essentiellement sur la valeur réelle de la cible et les synergies potentielles estimées. Le décalage informationnel peut expliquer l'écart parfois assez important entre le prix proposé par l'acquéreur et la valorisation de la cible.

### **Résultats empiriques et extensions**

Parallèlement à la montée des Fusions&Acquisitions, plusieurs études empiriques se sont focalisées sur la relation entre la structure de propriété et les opérations de rapprochements, leurs résultats sont mitigés et différent à travers les pays suivant les origines légales, la présence des institutions extra-légales et l'efficacité des systèmes de gouvernance. En effet, ces études antérieures ont essayé d'expliquer les vraies incitations des actionnaires de contrôle à l'issue de ces opérations.

Johnson et al (2000) montrent que les actionnaires de contrôle créent des structures de groupes de sociétés telles que les pyramides qui permettent le transfert des bénéfices privés des entreprises du bas de la pyramide vers les entités dominantes par le biais des Fusions&Acquisitions. Bae, kang, kim (2002) et Bigelli et Mignoli (2004) ont déduit que ces transactions sont utilisées par les actionnaires de contrôle afin d'obtenir des bénéfices privés dans la mesure où les juridictions offrent une faible protection pour les autres actionnaires.

Néanmoins, d'autres études ont jeté l'hypothèse de l'existence d'une expropriation à l'issue des opérations de regroupements. Holmen et Knopmf (2004) affirment que les actionnaires de contrôle optent pour des Fusions&Acquisitions afin de renflouer les entreprises affiliées en détresse économique. Buysschaert, Deloof et Jergers (2004) admettent qu'à partir de ces opérations, les actionnaires de contrôle peuvent créer des groupes de sociétés plus transparents. Ben Ammar et André (2006) et Faccio et Stolín (2006) n'adoptent pas l'idée selon laquelle les actionnaires de contrôle utilisent des Fusions&Acquisitions afin d'extraire

des bénéfiques privés. Les premiers argumentent leurs résultats par l'efficacité du système légal au Canada, les seconds affirment que les institutions extra-légales assez développées en Europe amplifient les coûts de l'expropriation.

Par ailleurs, La Porta, Lopez-de-Silanes, Schleifer, et Vishny, dans une série de travaux pionniers entre 1997 et 2002, ont mis en exergue la portée de la protection légale des investisseurs et la qualité de la mise en application des lois conçues pour empêcher l'expropriation des minoritaires et favoriser par ce biais la croissance des marchés financiers. Ces auteurs sont parvenus à mettre en évidence une forte relation entre l'origine du système juridique dans plusieurs pays, le niveau de la protection des droits des investisseurs et le développement des systèmes financiers. En outre, ils suggèrent que la protection légale des droits des actionnaires minoritaires permet de clarifier les discordances entre les structures de propriété à travers le monde. Toutefois, Ils trouvent une relation négative et significative entre la concentration de la propriété et la protection légale et considèrent que les actionnaires minoritaires sont faiblement protégés dans les pays qui suivent la loi civile française par rapport à ceux dans les pays du common law.

Dans un cadre plus restreint, Johnson, La Porta et al (2000) montrent à partir des études de cas que le système légal en France, Italie et Belgique ne parvient pas dans une certaine mesure à empêcher la présence du phénomène 'Tunneling'. Ce dernier peut être matérialisé soit par un transfert d'actifs et de bénéfices de l'entreprise au profit des actionnaires de contrôle, soit par des garanties excessives et des taux différents aux taux de marché pour les emprunts, enfin, soit par des fusions ou acquisitions qui amplifient la valeur des autres entreprises du groupe. Ces auteurs ont constaté que ce phénomène d'expropriation peut avoir lieu dans les pays développés qui adoptent le système de la loi civile. Il est dû non pas à la négligence ou à l'incompétence des juridictions mais plutôt à une logique légale caractérisée par un excès de respect pour les textes de la loi. Par conséquent, il est intéressant à notre égard de vérifier la robustesse de ces résultats et de démontrer, à partir d'un échantillon d'opérations de Fusions&Acquisitions initiées par des entreprises à actionnariat concentré, l'existence ou non de bénéfiques privés et ce partant de l'hypothèse sous-jacente selon laquelle la structure de propriété concentrée a un impact sur la performance des acquéreuses.

## HYPOTHÈSES DE RECHERCHE

### **1- La relation entre la présence des actionnaires majoritaires ou de contrôle et la performance des entreprises acquéreuses.**

Les études antérieures ont montré que la présence des actionnaires majoritaires ou de contrôle a des avantages mais peut aussi engendrer des coûts. Il en ressort donc que la concentration de la propriété a un effet complexe sur la performance d'un point de vue théorique. Généralement, la présence d'un actionnaire détenant une part significative du capital constitue un outil efficace de contrôle des dirigeants et un moyen pour converger leurs intérêts avec ceux des autres actionnaires. Un taux de contrôle élevé confère un pouvoir important et oblige les dirigeants à éviter tout écart de conduite. Shleifer & Vishny (1986) admettent que ces actionnaires jouent un rôle actif dans la gouvernance de l'entreprise. De même, la concentration de la propriété permet d'exercer une pression sur les dirigeants afin d'agir dans l'intérêt des actionnaires et de maximiser la valeur de l'entreprise. Kaplan & Minton (1994), ainsi que Kang & Shivdasani (1995) montrent que les entreprises qui sont caractérisées par la présence de gros actionnaires ont tendance à remplacer les dirigeants à cause de leurs mauvaises prestations. Dans le cas de la propriété managériale, à mesure que la participation des dirigeants au capital augmente, ils sont moins enclin à prendre des décisions qui nuisent à la performance dans la mesure où leur part des coûts, en tant qu'actionnaires, augmente parallèlement avec leur part dans le capital et par la suite ils optent pour des opérations plus rentables afin d'éviter la perte qu'ils peuvent subir suite à une acquisition destructrice de valeur.

En revanche, Fama et Jensen (1983) estiment que la concentration du capital des entreprises aboutit à une efficacité limitée et à des profits moindres. Les problèmes majeurs de la concentration commencent d'une part lorsque les intérêts des gros actionnaires ne coïncident pas avec ceux des autres parties prenantes et d'autre part, lorsque la concentration peut générer des coûts dus au fait que les actionnaires majoritaires peuvent s'approprier une part non négligeable des bénéfices supplémentaires réalisés. Dans ce cadre, Shleifer et Vishny (1997) suggèrent que le principal problème d'agence n'est pas le conflit actionnaires-dirigeants mais le risque d'expropriation des bénéfices par les actionnaires qui dominent le contrôle. Ces effets opposés de la présence des actionnaires dominants rendent toute prédiction de notre

rapport fondamental difficile à établir et par conséquent on va supposer ce qui suit :

- Hypothèse 1 : la performance des entreprises acquéreuses réagit tantôt positivement tantôt négativement à la présence des actionnaires dominants.

## **2- L'impact de la séparation entre les droits de vote et les droits aux bénéfices sur la performance des acquéreuses.**

Lorsque l'actionnariat est concentré entre les mains des actionnaires dominants, ces derniers détiennent souvent un pourcentage assez élevé des droits de vote excédant leurs droits aux flux financiers. Ils sont en mesure de consolider leur pouvoir tout en minimisant leur participation au capital par l'émission de droits de vote multiples et par la mise en place de structures pyramidales. Bebchuk et al (2000) montrent que la séparation entre la propriété et le contrôle amplifie significativement les coûts d'agence dus principalement aux décisions non optimales prises par les actionnaires ultimes. Au moment où la séparation augmente, l'actionnaire dominant s'enracine de plus en plus dans l'entreprise et assume de moins en moins les conséquences de ses décisions. Par conséquent, il peut opter pour des acquisitions qui enrichissent ses bénéfices privés et qui lèsent par la suite les droits des autres parties prenantes. Claessens et al (2002), Cronqvist et Nilson (2003) ont mis en évidence une relation négative entre l'étendue de la séparation du pouvoir à la propriété et des mesures de la performance financière. Dans le cadre des Fusions&Acquisitions, les études de Bae, kang, kim (2002) et Bigelli et Mignoli (2004) enregistrent une relation négative entre les rendements anormaux et la séparation entre les droits de vote et les droits aux bénéfices. Yu Yen et André (2007) affirment que cette séparation conduit à une performance opérationnelle négative. Dans ces cas, plus l'écart entre le pouvoir de l'actionnaire ultime et sa part dans le capital s'amplifie, plus la performance est négativement affectée et plus les risques d'expropriation sont accentués. Néanmoins, Bozec et Laurin (2004) montrent que la séparation entre la propriété et le contrôle n'engendre pas un effet négatif sur la performance que si l'actionnaire principal contrôle plus de 5% et moins de 25% des droits de vote. Ben ammar et André (2006) trouvent que la séparation n'affecte pas les rendements anormaux lors de l'annonce.

Etant donné que les deux dernières études ont été rapportées dans un contexte exclusivement canadien, on va plutôt favoriser la première alternative relative aux effets négatifs de la séparation. Donc, dans une deuxième hypothèse, on va supposer ce qui suit:

- Hypothèse 2 : la séparation entre la propriété et le contrôle affecte négativement la performance des entreprises acquéreuses.

### **3- L'ampleur des bénéfices privés extraits lors des opérations de regroupements et leur impact sur la performance.**

En cas où les actionnaires minoritaires ne sont pas bien protégés, les actionnaires de contrôle sont incités à exproprier une part non négligeable de la richesse de l'entreprise. Les bénéfices privés représentent la richesse obtenue par la coalition de contrôle et non partagée avec les autres actionnaires. Etant donné leur aspect discrétionnaire, il est difficile d'observer ou de mesurer les bénéfices privés directement (Dick et Zingales (2004)). C'est la raison pour laquelle la littérature financière a offert peu d'estimateurs du montant de ces bénéfices malgré l'importance de leur portée. Donc, avant de continuer avec les hypothèses, nous allons essayer de déterminer une mesure pour les bénéfices privés.

#### **La mesure des bénéfices privés :**

Dans un contexte de Fusions&Acquisitions, les bénéfices privés peuvent être estimés à partir du partage disproportionnel des gains (déficits) entre les différents actionnaires à la date de l'annonce (Faccio et Stolin (2006)). Dans ce cas, les actionnaires de contrôle profitent de l'effet de l'annonce non pas sur le cours de l'entreprise absorbante mais plutôt sur les cours des autres entreprises appartenant au groupe, par conséquent, l'expropriation va être assimilée à la différence entre la variation de l'ensemble de la richesse de l'actionnaire de contrôle au sein du groupe et la variation de sa part dans l'entreprise absorbante à la date de l'annonce. L'application de cette mesure des bénéfices privés dans les opérations de regroupements demeure intéressante, néanmoins, elle ne tient pas compte des bénéfices privés relatifs à la prime de la prise de contrôle de la cible. Dans ce cadre, Bae, kang et Kim (2002) notifient que la mesure du changement de la valeur du marché des titres des actionnaires de contrôle sous-estime l'étendue des bénéfices privés. A cet effet, nous intégrons la prime d'acquisition

comme étant une mesure complémentaire de l'expropriation.

L'approche des bénéfices privés par l'étude des primes d'acquisitions de blocs d'actions a été développée par Barclay et Holderness (1989) et Burkart et al (2000). Le principe est que le prix qu'un actionnaire paie pour l'acquisition d'un bloc de titres directement ou par l'intermédiaire de son entreprise intègre les bénéfices qu'il compte extraire, alors que le cours de l'action ne représente que l'actualisation des bénéfices publics (Chung et Kim, (1999)). Ainsi, les bénéfices privés se traduiront par la différence entre le prix d'acquisition et le cours de la cible. Dès lors, la littérature académique a montré qu'en cas de présence des actionnaires de référence la prime de la transaction ne reflète pas principalement l'anticipation des éventuelles synergies mais plutôt le montant des gains privés à extraire par la nouvelle coalition de contrôle. Le Maux (2007) ajoute que la prime de bloc est, à ce jour, expliquée par le montant de la richesse extrait par le nouvel actionnaire de contrôle.

Toutefois, ces études antérieures se sont focalisées principalement sur des acquisitions de blocs de contrôle plutôt que sur des Fusions&Acquisitions. A cet effet et dans le cadre de notre étude, il sera plus judicieux de ne pas considérer la prime comme étant une estimation exclusive des bénéfices privés et de garder dans l'esprit qu'il existe, même en faible proportion, un potentiel de création de valeur contenu dans la prime. Par conséquent, les bénéfices privés seront évalués en ajustant la prime de transaction pour la part de contrôle de l'actionnaire ultime  $[(K-L)*Ca]$ .

Notre mesure des bénéfices privés des actionnaires de contrôle lors des opérations de Fusions&Acquisitions sera désormais :

$$\text{Bénéfices privés} = \left[ \sum_{i=1}^n Pi*Vi*RACi - Pa* Va* RACa \right] + [(K-L)*Ca]$$

**n** : le nombre des entreprises sous le contrôle direct de l'actionnaire ultime.

**Pi** : la participation de l'actionnaire de contrôle au capital de l'entreprise i.

**Pa** : la participation de l'actionnaire de contrôle au capital de l'entreprise absorbante.

**Vi** : la valeur du marché de l'entreprise i à la date de l'annonce.

**Va** : la valeur du marché de l'entreprise absorbante à la date de l'annonce.

**RAC** : les rentabilités anormales cumulées.

**K** : le prix à payer pour la cible\*.

**L** : la valeur de cible (sa capitalisation boursière si elle est cotée, sinon sa valeur comptable)<sup>†</sup>.

**Ca** : la participation de l'actionnaire de contrôle aux droits de vote de l'entreprise absorbante.

Après avoir déterminé la mesure des bénéfices privés lors des Fusions&Acquisitions, nous testons l'étendue de ces bénéfices dans le contexte européen et nous vérifions économétriquement la robustesse des résultats de Johnson, La Porta et al (2000) qui ont affirmé l'existence de l'expropriation légale en France et en d'autres pays européens adoptant le système juridique français.

Jensen et Meckling (1976) trouvent que la forte contribution aux droits aux bénéfices par l'actionnaire de contrôle accroît sa volonté pour la distribution des dividendes et réduit ses incitations à l'expropriation. La Porta et al (2002) approuvent cette idée en montrant que la forte participation de l'entrepreneur dans les droits aux bénéfices est associée avec une valorisation plus élevée de l'entreprise et une expropriation amoindrie des actionnaires minoritaires. D'autre part, Wolfenzon (1999), Bebchuk et al (2000), Johnson et al (2000) et Claessens et al (2002) trouvent que la séparation entre la propriété et le contrôle stimule les incitations des actionnaires ultimes à détourner les ressources des entreprises du groupe. A cet effet, nous examinons le rapport entre les bénéfices privés premièrement avec la participation des actionnaires ultimes dans le capital de l'entreprise absorbante, et deuxièmement avec le degré de la séparation entre la propriété et le pouvoir. Enfin, nous analysons l'impact de ces bénéfices sur la performance des entreprises acquéreuses. On va supposer les hypothèses suivantes:

---

\* Suite à la phase de négociations, le prix de la transaction est fixé en tenant compte de la valeur de la cible, il se situe toujours dans une fourchette (prix minimum, prix maximum) ; prix minimum : en deçà duquel les actionnaires de la cible n'ont pas un intérêt économique à réaliser, il est égale à la valeur actuelle de la cible ; prix maximum : au delà duquel les actionnaires de l'initiatrice n'ont pas intérêt à entreprendre l'opération, généralement, il est la résultante de la présence d'offres concurrentes qui peuvent aboutir à une surenchère.

† Etant donné que, dans la plupart des cas, le prix de la transaction est fixé par rapport à la valeur actuelle de la cible une période avant l'annonce. On va prendre la valeur de la cible **deux semaines** avant l'annonce.

- Hypothèse 3 : les bénéfices privés diminuent avec la participation des actionnaires de contrôle dans le capital.

- Hypothèse 4 : les bénéfices privés augmentent avec la séparation entre le pouvoir et la propriété.

- Hypothèse 5 : les bénéfices privés ont un impact significativement négatif sur la performance des entreprises acquéreuses.

## MÉTHODOLOGIE DE RECHERCHE

### **Echantillon**

Nous avons choisi de travailler sur des entreprises appartenant à des pays européens qui suivent la loi civile française comme la France, l'Italie, la Belgique, l'Espagne et les Pays-Bas. D'après La Porta et al (1998), ces pays sont marqués par une concentration d'actionariat et une faible protection des actionnaires relativement aux pays appartenant à d'autres origines légales (anglo-saxonne, Allemande et Scandinave). Donc, si cela demeure vrai, les pays de la loi civile française représentent un cadre idéal dans lequel nous pourrions analyser, en premier lieu, la relation entre la structure d'actionariat concentré et la performance des entreprises absorbantes et repérer, en second lieu, les bénéfices privés de contrôle.

A présent, nous avons pu collecter 425 entreprises acquéreuses cotées, à propriété concentrée à un seuil de contrôle de 25% ou plus, appartenant à des groupes de sociétés et ayant chacune un actionnaire ultime. Chaque entreprise a fait l'objet d'une opération de regroupement ou plus entre 2005 et 2007.

### **Données**

Les données qui se rapportent à la structure de propriété et à la structure des groupes sont recueillies de la base de données Osiris. Les données qui concernent les opérations de

Fusions & Acquisitions sont obtenues de la base de données Thomson one banker deals. Enfin, pour les données manquantes, nous allons avoir recours aux rapports annuels mises à disposition par l'autorité des marchés financiers ou publiés dans les sites officiels des entreprises concernées.

## **La variable dépendante**

Nous suivons la méthodologie des études de d'événement de Brown et Warner (1985) pour évaluer la variation de la richesse des actionnaires des entreprises acquéreuses autour de la date de l'annonce. La variable dépendante va être approximée à la réaction du marché mesurant ainsi la performance de la firme acquéreuse autour de la date de l'annonce. D'après Andrade, Mitchell et Stratford (2001), c'est le meilleur moyen pour examiner la création ou la destruction de valeur lors des opérations de Fusions & Acquisitions. Le modèle de marché sera utilisé pour estimer les rendements attendus.

## **Les variables explicatives**

### Les variables se rapportant à la structure de propriété

- **La participation de l'actionnaire ultime** : nous prenons en considération la participation de l'actionnaire ultime dans la propriété et le contrôle ainsi que dans la gestion de l'entreprise et dans le conseil d'administration.
  - ✓ **Part du capital** : pourcentage de sa détention des droits aux bénéfices.
  - ✓ **Part dans le contrôle** : le lien le plus faible dans la chaîne de contrôle (Faccio et Lang (2002)). Dans notre cas d'étude, ce lien est de 25% minimum.
  - ✓ **Position dans la direction et dans le conseil d'administration** : Si l'actionnaire de contrôle est un directeur général ou un président du conseil, il est considéré comme un initié. Une variable dichotomique prenant la valeur 1 si c'est le cas et 0 autrement.

- **La séparation entre la propriété et le contrôle** : les études de Faccio et Lang (2002), Bigelli et Mengoli (2004) et Ben ammar et andré (2006) ont estimé la séparation entre la propriété et le contrôle à partir de trois mesures :
  1. Une variable dichotomique prenant la valeur 1 lorsqu'il existe une séparation entre la propriété et le contrôle et 0 autrement.
  2. La différence entre les droits de vote et les droits aux bénéfices (DV-DP) pour mesurer l'excès du contrôle.
- **La participation de gros actionnaires externes** : malgré l'importance de leur participation dans le capital de l'entreprise, ces actionnaires ne participent pas dans la gestion de l'entreprise, généralement, ils sont des investisseurs institutionnels ou des financiers et ont une influence notable sur les actionnaires de contrôle. Nous évaluerons leur participation en termes de pourcentage.

#### Les variables de contrôle

Nous retenons des variables identifiées par la recherche en finance comme ayant un impact sur la performance à la date d'annonce des Fusions&Acquisitions, ces variables portent sur les caractéristiques de l'acquéreuse, les caractéristiques de la cible et les caractéristiques de la transaction

- **Les caractéristiques de l'acquéreuse**
  - ✓ **Sa taille** : plus la taille de l'entreprise est grande, plus la surveillance est exigée. La variable taille est évoquée dans la plupart des travaux précédents. Nous approximons la taille par le Log de la capitalisation boursière.
  - ✓ **Son conseil d'administration** :
    - **La taille du conseil** : Jensen (1993) considère qu'une grande taille du conseil d'administration se traduit par des coûts subits par l'organisation (coût de communication et de coordination) ainsi que l'accentuation des conflits entre ses

membres. Selon Jensen, la taille optimale du conseil est entre 7 et 8 membres. Une variable dichotomique prendra la valeur 1 si le nombre des administrateurs est inférieur ou égal à 8 et 0 autrement.

- **Le degré de l'indépendance du conseil** : Charreaux (1998) montre l'existence d'un effet positif de la présence des administrateurs externes sur la valeur des entreprises managériales et les entreprises contrôlées. On estimera le degré d'indépendance du conseil par :  $IND-CO = \text{administrateurs externes} / \text{taille du conseil}$
- ✓ **Sa cotation à l'étranger** : si par exemple une entreprise française est cotée aux Etats-Unis, elle devrait être soumise à une gouvernance plus stricte empêchant ainsi les opportunités d'extraction des bénéfices privés. Une variable dichotomique prendra la valeur 1 si l'entreprise acquéreuse est cotée à l'étranger et 0 autrement.
- les caractéristiques de la cible
  - ✓ **Sa taille relative par rapport à l'acquéreuse** : les études d'Asquith et al (1983) et de Jarell et Poulsen (1989) montrent qu'à mesure que la taille relative de la cible est élevée, l'entreprise absorbante réalise des rendements anormaux positifs. La taille relative sera mesurée par le ratio du prix offert lors de l'acquisition et la valeur du marché de l'acquéreuse.
  - ✓ **Sa cotation** : Fuller et al (2002) et Faccio et al (2006) affirment que l'acquisition des entreprises non cotées est plus bénéfique en termes de rendements anormaux. Une variable dichotomique prendra la valeur 1 si la cible est cotée et 0 autrement.
- les caractéristiques de la transaction
  - ✓ **Le mode de paiement (en espèces, en actions, mixte)** : plusieurs études documentent que le paiement en espèces crée plus de valeur dans la mesure où le

payement en actions génère une asymétrie d'information qui déclenche une sous-évaluation des titres de l'entreprise absorbante. Une variable dichotomique prendra la valeur 1 si le payement est en espèces et 0 sinon.

- ✓ **Le secteur d'activité (relié ou différent)** : Lang, Stulz et Walking (1994) et Lins et Searves (2002) montrent en analysant la diversification des entreprises que les acquisitions appartenant au même secteur d'activité sont associées à une meilleure performance financière. Une variable dichotomique prendra la valeur 1 lorsque les deux entreprises appartiennent au même secteur d'activité et 0 sinon.
- ✓ **La nature de l'acquisition (amicale ou hostile)** : Sudarsnam et al (1996) suggèrent que le marché s'intéresse plus aux acquisitions hostiles sous prétexte qu'il y aura des synergies managériales créées suite au remplacement de l'équipe dirigeante de la cible jugée peu efficace. Une variable dichotomique prendra la valeur 1 lorsque l'acquisition est hostile et 0 sinon.
- ✓ **La localisation de la transaction (domestique ou étrangère)** : l'acquisition des cibles étrangères génère plus de gains de richesse que l'acquisition des cibles domestiques dans la mesure où les acquisitions à l'étranger sont motivées par des opportunités de production intéressantes notamment les baisses des coûts. Une variable dichotomique prendra la valeur 1 lorsque l'acquisition est étrangère et 0 sinon.

## ANALYSES DESCRIPTIVES, RÉGRESSIONS ET TESTS

Suivant la plupart des études qui s'intéresse aux Fusions&Acquisitions, nous commençons nos analyses par l'examen de l'impact des opérations de rapprochements sur la richesse des actionnaires des entreprises absorbantes.

Après avoir calculé les rentabilités anormales cumulées, nous déterminons leurs moyennes et leurs médianes pour le total de l'échantillon ainsi que pour chaque type de structure de propriété (familiale, Etat, managériale, institutionnelle, des financiers ou autre) afin de

distinguer entre les différentes perceptions du marché pour les opérations de Fusions&Acquisitions dans un contexte de propriété concentrée.

Afin de saisir l'ampleur des bénéfices privés, nous distinguons entre les différentes formes de groupes et entre les différentes typologies d'actionnariat concentré pour localiser les structures dans lesquelles les bénéfices privés constituent un phénomène relativement important.

Nous proposons d'établir des modèles de régressions selon la méthode des moindres carrés ordinaires qui a été souvent utilisée dans les études qui s'intéressent à la relation entre les Fusions&Acquisitions et la performance. D'abord nous procédons à des analyses univariées entre les différentes variables pour examiner la colinéarité entre elles et dégager par la suite les problèmes de multicollinéarité. Après nous passons à des analyses multivariées.

D'autre part, afin de bien spécifier les modèles de régression, nous allons vérifier la normalité des erreurs et tester leur autocorrélation et leur hétéroscédasticité.

- Pour savoir si les résidus suivent une loi normale, nous allons avoir recours aux tests de Skewness & Kurtosis et de ceux de Jarque et Berra.
- Pour l'autocorrélation, nous utiliserons le test de Durbin & Watson
- Enfin, pour l'hétéroscédasticité, nous effectuerons le test de White.

## AUTRES PERSPECTIVES DE RECHERCHE

Eventuellement, nous pourrions prolonger cette étude en analysant d'autres aspects se rapportant à la relation entre la structure de propriété concentrée et la performance des entreprises absorbantes notamment la protection légale et extralégale des actionnaires minoritaires, l'évolution du risque du portefeuille du groupe et l'efficience des marchés.

### La protection légale et extralégale

Étant donné que nous allons nous intéresser à la concentration du capital et son rapport avec la performance, une analyse de l'environnement juridique portant sur la protection des actionnaires externes semble être évidente dans le cadre de notre travail. Afin d'évaluer

l'efficacité de l'environnement légal, nous inspirerons du modèle de La Porta et al (1998) tel que amélioré par Djankov et al (2007). Ce modèle fournit des indices mesurant le degré de la protection des investisseurs ainsi que la qualité de l'application de la loi dans les marchés financiers. D'autre part, nous tiendrons compte des critères extralégaux qui portent sur le niveau de la compétitivité du marché, la pression de l'opinion publique, le renforcement des taxes, les normes morales et le contrôle à travers les salariés.

#### L'évolution du risque du portefeuille du groupe

Zhang (1998) affirme que les actionnaires dominants prennent des décisions sous-optimales afin de réduire le risque par le biais de la diversification. Empiriquement, cette théorie n'a pas été traitée d'une manière approfondie dans le cas des F&A.

Par conséquent, nous allons essayer de développer ce point en étudiant l'évolution du risque du portefeuille composé par les titres des entreprises formant le groupe avant et après l'opération d'acquisition.

#### L'efficience des marchés

Etant donné que nous allons procéder à des études d'événement, il est intéressant d'étudier l'efficience des marchés et analyser la rapidité de la réaction de marché suite à l'annonce des opérations initiées par des entreprises à propriété concentrée.

### **Bibliographie:**

- Agrawal A et Knoeber C, 1996, "Firm Performance and Mechanisms to control Agency Problems between Managers and Shareholders", Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol 31,n 3, pp.377-395
- Albouy M, 2000, "A qui profitent les fusions-acquisitions ? Le regard du financier", Revue Française de Gestion, Décembre, pp 70-84
- Albouy M, 2002, "Acquisitions, « goodwill » et performance boursière" L'expansion Management Review, Décembre, pp72-79
- Andrade G, Mitchell M et Stratford E, 2001, "New Evidence and Perspectives in Merger" Journal of Economic Perspectives, Spring, 103-120
- Asquith P, 1983, "Mergers Bids Uncertainty and Stockholder Returns", Journal of Financial Economics, Vol 11 pp 51-83

- Barclay M et Holderness C, 1989, “Private Benefits of Control of Public Corporations” *Journal of Financial economics*, N 25 pp 89-110
- Bae K, Kang Jet Kim J, 2002, “Tunneling or Value addition? Evidence from Mergers by Korean business groups” *Journal of Finance*, vol 57 pp 2695- 2740
- Bebchuk L, Kraakman R, Triantis G, 2000, “Stock Pyramids, Cross Ownership and Dual Class Equity : The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-flow Rights” *National Bureau of Economic Research*, pp 295-315
- Ben-Ammar W et André P, 2006, “Separation of Ownership from Control and Acquiring Firm Performance: The case of family ownership in Canada” *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol 33, n°3&4 April, May, pp 517-543
- Bigelli M et Mignoli S, 2004, “Sub-optimal Acquisition Decision Under a Majority Shareholder System” *Journal of Management and Governance* Vol 8, pp 373-405
- Bozec R et Laurin L, 2004, “Concentration des droits de propriété, séparation entre participation au capital et contrôle des votes et performance opérationnelle des sociétés une étude canadienne” *Revue Finance Contrôle Stratégie*, Vol 7 N2, pp123-164
- Brown S.J. et Warner J.B, 1985, « Using Daily Stock Returns, The Case of Event Studies », *Journal of Financial. Economics*, Vol.14, p. 3-3,
- Burkart M, Gromb D et Panunzi F, 2000, “Agency Conflicts in Public and Negotiated Transfers of Corporate Control” *The journal of finance* • Vol. LV, N. 2 • pp 647-678
- Buysschaert A, Deloof M et Jegers M, 2004, “Equity Sales in Belgian Corporate Group: Expropriation of Minority Shareholders? A clinical study” *Journal of Corporate Finance*, Vol 10, pp 81-103
- Charreaux G et Writz P, 2006, “Gouvernance des Entreprises : Nouvelles Perspectives”, *Edition Economica*, p 394
- Charreaux G et Desbrières P, 1998, « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol 1, N° 2, pp 57-88
- Chung K et Kim JK, “Corporate ownership and the value of a vote in an emerging market”, *Journal of Corporate Finance*, 1999, Vol. 5, p. 35-54
- Claessens S, Djankov S, Fan J et Lang L, 2002, “Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings” *The journal of finance* • Vol. LVII, N. 6 December pp 2741-2771
- Croci E , 2007, “Intragroup M&A, minority shareholders’ protection, and legal origin.”, working paper, <http://ssrn.com/abstract=960971>
- Cronqvist H et Nilson, 2003, “Agency Costs of Minority Shareholders” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol 38 N 4, pp695-717

- Djankov S, La Porta R, Lopez-de-Silanes et Shleifer V “The Law and Economics of Self-Dealing”, Journal of Financial Economics. Forthcoming.
- Dyck A et Zingales L, 2004, “Private Benefits of Control: An International Comparison”, Journal of Finance, Vol LIX, NO. 2 pp 537-600
- Faccio. M et Lang L H.P, 2002, “The Ultimate Ownership of Western European Corporations”, Journal of Financial economics n°65, pp 365-395
- Faccio. M, Lang L H.P et Young, 2001, “Dividends and expropriation” American Economic Review, vol 91, pp 54-78
- Faccio. M, McConnel JJ et Stolin D, 2006, “Returns to Acquirers of Listed and Unlisted Targets” Journal of Financial & Quantitative Analysis vol 41 n°1 March
- Faccio M et Stolin D, 2006, “Expropriation vs Proportional Sharing in Corporate Acquisitions” journal of Business vol 79 n°3 pp 1413-1444
- Fama E et Jensen M, 1983, “Separation of Ownership and Control”. Journal of Law and Finance, vol. 26, pp1-31
- Fuller K et Stegemoller M, 2002, “What do Returns to Acquiring Firms Tell Us: Evidence From Firms that make many acquisitions” Journal of Finance, vol. 57 N4 pp 1763-1793
- Holmen M et Knopf D, 2004, “Minority Shareholder Protections and the Private Benefits of Control for Swedish Mergers” journal of Financial and Quantitative Analysis vol 39 pp167-191
- Jarell G et Poulsen A, 1989, “The Returns Of Acquiring Firms in Tender Offers : Evidence From three Decades” Financial Management, vol 18, pp 12-19
- Jensen, M et Meckling, W, 1976 “ Theory Of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure” Journal of Financial Economics, vol 3, 305-360.
- Jensen M C, 1993, “Modern Industrial Revolution :Exit and Failure of Internal Control Systems” ” Journal of Finance, vol 48, pp 831-880
- Johnson, S, La Porta, R., Lopez-de-Silanes F, et Schleifer A, “Tunnelling” American Economic Review Papers and Proceedings, vol 90, 2000, pp 22-27
- Kang J. and Shivdasani A, 1995, « Firm performance, corporate governance and top executive turnover in Japan », Journal of Financial Economics, vol. 38, p. 1-30
- Kaplan S.N. et B.A. Minton, 1994, « Appointment of Outsiders to Japanese Boards: Determinants and Implications for managers », Journal of Financial Economics, 36, pp.225-258.
- Lang LHP, Stulz R et Walking RA Tobin’s Q, Corporate Diversification and Firm performance Journal of Political Economy, 1994, vol 29 pp 1248-1280

- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Schleifer et Vishny R, 1997, “Legal Determinants of External Finance”, *Journal of Finance*, vol 52, 1131-1150
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Schleifer et Vishny R, 1998, “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, vol 106, pp 1113-1150
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A et Schleifer, 1999, “ Corporate ownership around the world, *Journal of Finance*, 54, 471–517
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Schleifer et Vishny R, 2000, "Investor protection and corporate governance," *Journal of Financial Economics*, vol. 58, 3-27
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Schleifer et Vishny R, 2002, "Investor Protection and Corporate Valuation," *Journal of Finance*, vol. 57(3), pp1147-1170
- Le Maux J, 2003, “Les bénéfiques privées : une rupture d’égalité entre les actionnaires” *Finance Contrôle Stratégie*, vol6, pp 63-92
- Le Maux J, 2004, « Les déterminants de l’ampleur des bénéfiques privés : un test sur données françaises » *Finance Contrôle Stratégie – Volume 7, N° 2*,p. 195 – 231
- Le Maux J, 2007, « Les primes de transactions de blocs en Europe », papier de recherche <http://affi2007.u-bordeaux4.fr/Actes/98.pdf>
- Mahrt-Smith Jan, 2005, “The Interaction of Capital Structure and Ownership structure”, *Journal of Business*, vol 78,n° 3, pp 787-816
- Meziane L, 2006, “Discussion of Separation of Ownership From Control and Acquiring Firm Performance”, *Journal of Business Finance& Accounting*, Vol 33, n°3&4 pp 544-549
- Shleifer A et Vishny R, 1986, “Large Shareholders and Corporate Control” *Journal of Political Economy*, Vol 94 pp 461-488
- Shleifer, A, Vishny R, “A survey of corporate governance” *Journal of Finance*, 1997, 52, 737-783.
- Sudarsnam S, Holl P et Salami A, 1996, “Shareholder Wealth Gains in Mergers: Effects of Synergy and Ownership Structure” *Journal of Business Finance & Accounting* N° 23, pp 673-694.
- Tim L, Anand M. V, 1997, “Do Long-Term Shareholders Benefit From Corporate Acquisitions?” *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 5, pp. 1765-1790
- Tze-Yu Y et André P, 2007, “Ownership structure and operating performance of acquiring firms: The case of English-origin countries” *Journal of Economics and Business* , vol. 59, issue 5, pp 380-405
- Zhang G, 1998, “Ownership Concentration, Risk Aversion and the Effect of Financial Structure on Investment Decision”. *European Economic Review*, 42, pp1751-1778