



HAL
open science

La satisfaction des clients permet-elle de mieux expliquer l'Impact des fusions et acquisitions sur la valeur de l'entreprise ?

David Rutambuka

► To cite this version:

David Rutambuka. La satisfaction des clients permet-elle de mieux expliquer l'Impact des fusions et acquisitions sur la valeur de l'entreprise?. Gestion et management. Université Paris sciences et lettres, 2017. Français. NNT: 2017PSLED069 . tel-01880137

HAL Id: tel-01880137

<https://theses.hal.science/tel-01880137>

Submitted on 24 Sep 2018

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.

THÈSE DE DOCTORAT

de l'Université de recherche Paris Sciences et Lettres
PSL Research University

Préparée à l'Université Paris-Dauphine

La satisfaction des clients permet-elle de mieux expliquer
l'impact des fusions et acquisitions sur la valeur de
l'entreprise?

École Doctorale de Dauphine — ED 543

Spécialité **Sciences de gestion**

COMPOSITION DU JURY :

Professeur NGOBO Paul-Valentin
Université Paris-Dauphine
Directeur de thèse

Professeur RAMOND Olivier
Université Paris-Dauphine
Président du jury

Professeur MAYRHOFER Ulrike
IAE, Université Lyon 3
Rapporteuse

Professeur GOTTELAND David
Grenoble École de Management
Rapporteur

Monsieur BARBARAY Christian
PDG-Institut d'études Marketing "INIT"
Membre du jury

Soutenu le 19.09.2017
par David RUTAMBUKA

Dirigée par Pr NGOBO Paul-Valentin



Université Paris-Dauphine

Centre de recherche DMS ERMES (UMR CNRS 7088)

Ecole doctorale de Gestion

La satisfaction des clients permet-elle de mieux expliquer l'impact des fusions et acquisitions sur la valeur de l'entreprise ?

Thèse pour l'obtention du titre de docteur en Sciences de Gestion (Section CNU 06)

Présentée et soutenue publiquement le 19 septembre 2017

David RUTAMBUKA

*L'Université n'entend donner aucune approbation ni improbation
aux opinions émises dans ces thèses :
Ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.*

*Sur proposition du conseil de l'Edogest et celle du
Conseil Scientifique de l'Université de Paris Dauphine,
le Conseil d'Administration en date du 21 janvier 2008 a approuvé
la suppression des mentions pour les thèses soutenues au sein
d'Edogest, et ceci à compter du 1^{er} janvier 2008.*

RESUME

La satisfaction des clients permet-elle de mieux expliquer l'impact des fusions et acquisitions sur la valeur de l'entreprise ?

Certaines informations laissent à penser que les clients réagissent négativement aux opérations de fusions et acquisitions. Or les chercheurs en marketing se sont peu intéressés aux effets produits par ces opérations sur la satisfaction des clients. Par ailleurs, la performance des fusions et acquisitions reste l'objet de controverses et suscitent un débat dans le monde académique. Ce travail cherche donc à comprendre si la satisfaction des clients joue le rôle de médiateur de la relation entre une fusion et acquisition et la performance d'une entreprise. Pour se faire, nous analysons 1959 opérations de fusions et acquisitions réalisées par 133 entreprises sur la période allant de 1994 à 2014. Les données sont collectées à partir des bases de données marketing (*ACSI*), comptables/financières et boursières (*Thomson One Banker, Datastream et Fama-French Data Library*).

Les résultats montrent que les opérations de fusions-acquisitions réalisées par les entreprises expérimentées en matière de fusions-acquisitions permettent d'améliorer le niveau de satisfaction des clients. Les fusions-acquisitions influencent la performance des entreprises parce qu'elles impactent le niveau de satisfaction des clients, qui constitue l'un des principaux déterminants du résultat d'exploitation et de la valeur boursière d'une entreprise. En somme, la satisfaction des clients permet bien de mieux expliquer l'impact des fusions et acquisitions sur la valeur de l'entreprise.

Mots clés : Satisfaction des clients, Fusions et acquisitions, Valeur de l'entreprise

ABSTRACT

Does customer satisfaction mediate the effects of Mergers & Acquisitions on Firm Value?

There is some evidence that customers are responding negatively to mergers and acquisitions (M&A). However, marketing researchers have paid little attention to the effects of these operations on customer satisfaction. Moreover, the performance of M&A remains controversial and arouses debate among researchers. This work seeks to understand whether customer satisfaction plays the role of mediator in the relationship between M&A and the performance of a company. We analyze 1,959 M&A transactions carried out by 133 companies over the period 1994 to 2014. Data are gathered from marketing (i.e. American Customer Satisfaction Index) and financial (Thomson One Banker, Datastream and Fama-French Data Library) databases.

The results show that mergers and acquisitions carried out by companies experienced in M&A can improve the level of customer satisfaction. Mergers and acquisitions influence firm performance because they impact the level of customer satisfaction, which is one of the main determinants of a company's operating result and stock market value. In sum, customer satisfaction does allow us to explain the impact of M&A on the value of the firm.

Key words: Customer satisfaction, mergers and acquisitions, firm value

- *Cela semble toujours impossible, jusqu'à ce qu'on le fasse.*
 - *L'éducation est votre arme pour changer le monde.*

Nelson MANDELA, ex-président de l'Afrique du Sud

REMERCIEMENTS

La préparation d'une thèse est une tâche complexe qui nécessite la conjugaison d'efforts mentaux et physiques. La thèse peut être considérée comme une expérience à travers laquelle un étudiant évalue ses capacités intellectuelles, ses qualités d'écoute, d'analyse, de persévérance et de travail en équipe. Tous ces éléments donnent à ce travail, au-delà de son intérêt académique, toute sa dimension humaine car plusieurs personnes participent à sa réalisation.

En tout premier lieu, je remercie beaucoup le bon Dieu, tout puissant, de m'avoir protégé tout le long de cette thèse et de m'avoir donné l'audace pour dépasser toutes les difficultés rencontrées.

Je tiens à exprimer ma profonde gratitude au Professeur Paul-Valentin NGOBO pour avoir accepté de diriger ma thèse. Je suis particulièrement reconnaissant pour la disponibilité qu'il a su m'accorder. Sa confiance et sa rigueur ont été d'une importance capitale dans l'avancement et pour la finalisation de ce travail.

Mes remerciements vont à l'ensemble des membres de mon jury, qui ont été disponibles pour lire cette thèse, la commenter, l'évaluer et prodiguer des conseils et suggestions constructifs pour l'amélioration de ce travail.

Mes remerciements particuliers s'adressent aux responsables de l'école doctorale de Dauphine pour avoir accepté ma venue à Dauphine. Vous avez accéléré mon intégration au sein de l'équipe ERMES et vos conseils, vos recommandations, lors des différentes présentations que j'ai faites dans les séminaires doctoraux ont été très enrichissantes. Je remercie beaucoup mes collègues dauphinois, Audrey, Maggie, Zyed, Adèle, Florence, Jie Yu, Janine, Yassin, Camille, Mahaut, Julia, Béatrice, Manuel et Guillaume. Je remercie particulièrement Sarah Lasri pour ton remarquable travail de relecture de cette thèse.

Mes remerciements vont à l'ensemble de l'équipe professorale et doctorante de l'IAE de l'Université d'Orléans ainsi qu'à ceux de l'Université François Rabelais de Tours. Je pense particulièrement aux membres de l'Ecole doctorale Val de Loire Recherche en Management (VALLOREM) pour les deux années très enrichissantes que j'ai passées avec eux.

Je remercie toutes les personnes qui m'ont aidé lors de mes collectes de données. A Dauphine, je pense à Gaétan et à ses collègues de la bibliothèque-recherche. Je pense particulièrement à ma sœur Colette RUTAMBUKA pour son soutien inestimable lors de la saisie des données.

Ce travail de recherche a commencé dès la première année de master. Ainsi, il n'aurait pas pu être réalisé sans le soutien de l'agence universitaire de la francophonie qui a financé ma première année de master à l'IAE d'Orléans. Je pense également à tous ceux qui m'ont apporté un soutien matériel et/ou financier, mes frères et sœurs : Colette, Clotilde, Denis, Déogratias, Claire, Christine, Clémence, Dominique ainsi que Dominique Coulon, mon relecteur et ami de famille.

Je remercie la République Française qui m'a permis de fréquenter l'école de la République. Personnellement, je n'aurais pas été capable de financer la totalité des sommes demandées à un étudiant pendant les deux années de master et quatre ans de thèse.

Une pensée aussi à tous mes enseignants de l'école primaire de Kicukiro au Rwanda et ceux du Collège APACOPE de Kigali, Thomas MASASA ; Abel MATAKALA.

A l'Université Nationale du Rwanda, mes remerciements s'adressent à tous les professeurs mais particulièrement au Docteur Théodore BUSORO et au Docteur Jean Bosco MUTAJUGIRE.

Une pensée à mes amis de la première et deuxième année de master à l'IAE d'Orléans, Jean Delorme et Willifried Nguessan. Vous avez été à mes côtés et votre soutien a été de grande importance. Je pense également aux encouragements de mes amis de longues dates, Alexandre, Pierre, Jean Claude, Bruno, Christian, Emmanuel, Léon, Anastase, Simon, Éric, Gabriel, Aimable, Sylver et Audace.

Ce travail a été également une occasion d'échanges et de partages. Je remercie chaleureusement tous mes collègues dauphinois pour leurs encouragements et idées tout le long de ma thèse.

Cette thèse a été une épreuve douloureuse à ma famille. J'ai été rarement disponible, j'ai souvent renoncé aux projets de famille pour ma thèse. J'ai, à l'heure d'achever ce travail, une pensée particulière pour ma femme Alphonsine ainsi qu'à mes deux enfants Divine et Henri Cohen. Leur soutien a contribué par-dessus tout à ma persévérance.

Enfin, je réserve une pensée particulière pour mon père Claudien RUTAMBUKA qui n'est plus là, et à ma mère Mathilde UWAMBAJIMANA. Vos efforts consentis à mon éducation sont d'une valeur inestimable.

Merci à tous pour l'aide que vous m'avez apportée, ce travail contient une part de chacun d'entre vous.

TABLE DES MATIERES

REMERCIEMENTS	I
LISTE DES TABLEAUX	IX
LISTE DES FIGURES	XI
ANNEXES	XIII
INTRODUCTION GENERALE.....	1
<i>Les fusions et acquisitions ont-elles un effet sur le niveau de satisfaction des clients ?</i>	<i>1</i>
<i>Les conséquences peu évoquées pour les clients</i>	<i>2</i>
<i>Les conséquences potentielles d'une fusion et acquisition sur les clients</i>	<i>4</i>
<i>Problématique et questions de recherche.....</i>	<i>7</i>
Intérêt du sujet	9
a) Intérêt théorique	9
b) Intérêt méthodologique.....	11
c) Intérêt managérial.....	11
PREMIERE PARTIE : CADRE CONCEPTUEL DE LA RECHERCHE.....	15
CHAPITRE I : FONDEMENTS CONCEPTUELS DE LA RECHERCHE	17
Introduction	18
Section 1. Satisfaction des clients et fusions et acquisition.....	19
1. Le concept de satisfaction	19
1.1 La satisfaction des clients selon le projet ACSI	20
1.2 Les fusions et acquisitions en tant que déterminant de la satisfaction des clients.....	26
1.3 La F&A comme modérateur des effets de la satisfaction des clients sur la , performance de l'entreprise	32
Section 2 : satisfaction des clients et performance de l'entreprise	32
1. Satisfaction des clients et rentabilité	32
2. Satisfaction des clients et valeur de l'entreprise.....	34
Section 3. Fusion-acquisition : définitions, caractéristiques et historique.....	38

1. La définition d'une fusion-acquisition	38
1.1 Opérations de fusion.....	39
1.1.1 La fusion-absorption :	39
1.1.2 La fusion par création d'une nouvelle entreprise (fusion-dissolution).....	39
1.2 Opérations d'acquisition.....	40
1.2.1 Acquisition par achats d'actions.....	41
1.2.2 Les offres publiques d'achats « OPA »	41
1.2.3 Les offres publiques d'échange « OPE »	41
1.3 Les différents types d'opérations de fusions-acquisitions	43
1.4 Le caractère amical ou hostile d'une fusion-acquisition	45
1.5 L'historique des opérations de fusions et acquisitions	45
1.5.1 L'évolution des fusions-acquisitions	48
1.5.2 Au niveau mondial	48
1.5.3 Aux Etats Unis d'Amérique	49
1.5.4 En France.....	50
Section 4. Les motivations à la base des fusions-acquisitions.....	52
1.3 La théorie des coûts de transaction.....	54
1.4 Les asymétries d'information.....	56
1.5 Etude du comportement managérial	56
1.6 Théorie des coûts d'agence	56
Section 5. La performance des fusions-acquisitions.....	59
1. Impact opérationnel.....	61
2. L'intégration et la performance	68
3. Performance comptable	70
4. Performance boursière.....	76
5. Le rôle modérateur du type de F&A.....	79
Conclusion du premier chapitre.....	83
<i>CHAPITRE II : LE MODELE CONCEPTUEL ET LES HYPOTHESES DE RECHERCHE...</i>	85

1. Modèle conceptuel	86
2. Les hypothèses de recherche	89
2.1 L'influence d'une fusion et acquisition sur la valeur de l'entreprise	89
2.1.1 L'influence directe	89
2.3 Le rôle modérateur de l'expérience en matière de fusions et acquisitions	95
2.4 Le rôle modérateur de la structure de marché	96
2.4.1 Le rôle modérateur de l'intensité concurrentielle.....	97
2.4.2 Le rôle modérateur de l'intensité en Recherche et Développement (R&D).....	98
2.4.3 Le rôle modérateur de l'intensité capitalistique	99
2.5 Satisfaction des clients, performance comptable et performance financière.....	100
2.6 La médiation de la satisfaction des clients	101
2.6.1 La satisfaction en tant que variable médiatrice dans la relation entre les F&A et la performance comptable.....	101
2.6.2 La satisfaction en tant que variable médiatrice dans la relation entre les F&A et la performance boursière.....	102
Conclusion du deuxième chapitre.....	103
DEUXIEME PARTIE : ANALYSE EMPIRIQUE DE LA RECHERCHE.....	105
CHAPITRE III : METHODOLOGIE DE LA RECHERCHE	107
Introduction	108
Section 1. Source des données.....	108
1. Echantillon.....	108
1.1 La base de l' <i>American Customer Satisfaction Index</i> « <i>ACSI</i> »	109
1.1.1 Les critères de sélection des entreprises	109
a) La régularité des scores d'ACSI.....	109
b) La disponibilité des scores de satisfaction.....	109
c) L'implication dans les opérations de Fusions & Acquisitions	109
d) La disponibilité des données comptables et financières.....	110
1.2 Thomson One Banker et Datastream.....	111

1.3	Le site internet de Kenneth R. French (mba.tuck.dartmouth.edu).....	112
	Section 2 : Mesures de variables	112
1.	Les variables explicatives.....	112
1.1	Les variables relatives aux Fusions-Acquisitions.....	112
2.	Les variables dépendantes	113
2.1	Mesure de la performance de l'entreprise	113
2.1.1	Mesurer la performance à travers la rentabilité des actifs	113
2.1.2	Mesurer la performance à travers le rendement de l'action	114
3.	La variable médiatrice	118
3.1	Mesure de la satisfaction des clients	118
4.	Les variables modératrices	119
4.1	Les variables sectorielles.....	119
4.1.1	Le degré de concentration	120
4.1.2	Intensité capitalistique.....	120
4.1.3	Intensité en Recherche et Développement (R&D)	121
4.2	Les variables relatives aux fusions et acquisitions	122
4.2.1	Expérience d'une entreprise dans domaine des F&A.....	122
5.	Mesure des variables de contrôle	123
5.1	La taille de l'entreprise.....	123
5.2	La productivité	123
5.3	L'endettement.....	123
5.4	Les valeurs retardées	124
6.	Autres indicateurs comptables/financiers utilisés pour le calcul des variables	124
6.1.1	Price close.....	124
6.1.2	R&D to sales	124
6.1.3	<i>Investissements en capital fixe (Capital expenditure-CAPEX)</i>	124
6.1.4	<i>Dette totale</i>	125
6.1.5	<i>Le nombre de salariés</i>	125

6.1.6	<i>Les ventes</i>	125
7.	Approche utilisée pour le test des hypothèses de recherche.....	127
7.1	Les modèles multi-niveaux.....	127
7.2	Le test de la médiation.....	128
CHAPITRE IV : RESULTATS ET ANALYSE		135
Introduction		136
Section 1. Relations directes entre fusions et acquisitions et performance de l'entreprise		136
1.	Relation directe entre fusion/acquisition et rendements des actions	136
1.1	Effets des fusions & acquisitions	136
2.	Relation directe entre fusion/acquisition et performance comptable de l'entreprise.....	140
2.1	Effets des fusions & acquisitions	140
Section 2. Les relations directes entre F&A et satisfaction des clients (étape 2)		148
1.	Effets moyens	148
2.	L'influence des variables sectorielles.....	149
2.1	Le rôle modérateur du degré de concentration	149
2.2	L'influence de l'intensité en R&D	149
2.3	L'influence de l'intensité capitalistique	150
3.	L'influence des variables de contrôle.....	151
3.1	Les variables spécifiques à l'entreprise.....	151
3.2	Les variables sectorielles.....	151
3.3	Hétérogénéité non observée	152
3.3.1	Différences inter-entreprises non observées.....	152
3.3.2	Différences intersectorielles non observées	152
Section 3. La satisfaction peut-elle constituer une variable médiatrice en relation avec les mesures de la performance ? (Étape 3).....		154
1.	La relation entre satisfaction et rendement des actions	154
1.1	L'influence des variables de contrôle.....	154
1.1.1	Variables relatives à l'entreprise	154

1.1.2 Variables sectorielles.....	155
2. La relation entre satisfaction et rendement des actifs.....	156
Section 4. La satisfaction est-elle une variable médiatrice partielle ou totale des effets des fusions/acquisitions sur la performance ? (Etape 4).....	158
1. Médiation partielle ou totale par rapport à la rentabilité des actifs (ROA).....	160
2. Médiation partielle ou totale par rapport aux rendements des actions (<i>Stock returns</i>)....	161
Conclusion du quatrième chapitre.....	162
Conclusion générale.....	163
1. Synthèse et discussion des résultats.....	164
2. Contribution de la thèse.....	168
2.1 Contribution théorique.....	168
2.2 Contribution méthodologique.....	169
2.3 Contribution managériale.....	169
3. Limites et voies de recherche futures.....	171
3.1 Variables relatives à la satisfaction.....	171
BIBLIOGRAPHIE.....	175
ANNEXES.....	193

LISTE DES TABLEAUX

TABLEAU 1. LES TYPES DES FUSIONS-ACQUISITIONS-ADAPTE DE MEIER AND SCHIER (2012)	44
TABLEAU 2. LE TOP 10 DES F&A DE L'HISTOIRE « INSTITUTE OF M&A AND ALLIANCES ANALYSIS»	47
TABLEAU 3. THEORIES DES MOTIVATIONS DES FUSIONS-ADAPTE DE TRAUTWEIN (1990)	59
TABLEAU 4. SYNTHESE DE QUELQUES RECHERCHES SUR LES EFFETS DES FUSIONS ET ACQUISITIONS DANS LE DOMAINE DE LA GRH.	67
TABLEAU 5. LES PHASES D'INTEGRATION-ADAPTE DE SHRIVASTAVA (1986).	68
TABLEAU 6. SYNTHESE DE QUELQUES RECHERCHES SUR LES EFFETS DES F&A SUR LA PERFORMANCE COMPTABLE.	75
TABLEAU 7. TAUX DE RENTABILITE ANORMAUX MOYEN AUX USA 1973-1998.....	77
TABLEAU 8. SYNTHESE DE QUELQUES RECHERCHES SUR LES EFFETS DES F&A SUR LA PERFORMANCE BOURSIERE. ...	82
TABLEAU 9. OPERATIONS DE F&A REALISEES PAR LES ENTREPRISES DE NOTRE ECHANTILLON DEPUIS 1994.	112
TABLEAU 10. EXEMPLE DES FACTEURS DU MODELE FAMA-FRENCH CARHART (QUELQUES JOURNEES-1994). ...	116
TABLEAU 11. EXEMPLE DE LA PUBLICATION DES SCORES ACSI - PRODUITS D'HYGIENE ET DE NETTOYAGE.	119
TABLEAU 12. DISPOSITION DES VARIABLES SECTORIELLES APRES TRAITEMENT. EXEMPLE DU SECTEUR 3571 ...	121
TABLEAU 13. LES OPERATIONS DE F&A REALISEES PAR APPLE INC. DE 2000-2002.	122
TABLEAU 14. LA MATRICE DE CORRELATIONS ENTRE LES VARIABLES.	126
TABLEAU 15. STATISTIQUES POUR LE CHOIX DU MEILLEUR MODEL (ETAPE 1 DE LA MEDIATION).	136
TABLEAU 16. ETAPE 1 DU TEST DE LA MEDIATION. RELATION DIRECTE ENTRE F&A ET MESURES DE LA PERFORMANCE) - RENDEMENTS (ABNORMAL STOCK RETURNS).	139
TABLEAU 17. ETAPE 1 DU TEST DE LA MEDIATION. TEST DE LA RELATION DIRECTE ENTRE FUSION/ACQUISITION ET MESURES DE LA PERFORMANCE - (RENTABILITE DES ACTIFS).	142
TABLEAU 18. SCORES FACTORIELS ET IMPACT DES FUSIONS/ACQUISITIONS SUR LA ROA DE CHAQUE SECTEUR.	144
TABLEAU 19. DIFFERENCES DE RENTABILITE MOYENNE ENTRE LES SECTEURS.	145
TABLEAU 20. DIFFERENCES D'EFFETS DES VARIABLES DE CONTROLE ENTRE LES SECTEURS.....	147
TABLEAU 21. MODELE DE BASE ET MODELE AVEC EFFETS MODERATEURS DES VARIABLES SECTORIELLES.	148
TABLEAU 22. RESULTATS DES TESTS DE LA RELATIONS DIRECTES F&A ET ACSI.....	153
TABLEAU 23. LA MEDIATION DE L'ACSI (RETURNS).....	155
TABLEAU 24. LA MEDIATION DE L'ACSI (ROA).	157
TABLEAU 25. LA MEDIATION DE L'ACSI (TOUTES LES VARIABLES INCLUSES).	159
TABLEAU 26. RENTABILITE DES ACTIFS.	161
TABLEAU 27. SYNTHESE DE TEST DES HYPOTHESES.	167

LISTE DES FIGURES

FIGURE 1. BAISSÉ DES SCORES ACSI SUITE AUX F&A.....	6
FIGURE 2. EXEMPLE DE LA SATISFACTION, TRANSACTIONNELLE VS RELATIONNELLE, AU NIVEAU INDIVIDUEL VS AU NIVEAU AGREGÉ.....	20
FIGURE 3. LE MODELE DE L'ACSI (FORNELL ET AL., 1996).	23
FIGURE 4. EXEMPLE DU CLASSEMENT PAR SECTEUR DU PREMIER AU QUATRIEME NIVEAU.	24
FIGURE 5. EXEMPLE DU CLASSEMENT PAR SECTEUR DU PREMIER AU QUATRIEME NIVEAU.	25
FIGURE 6. RELATION ENTRE PIB ET ACSI.	26
FIGURE 7. RELATION ENTRE DEPENSES DE CONSOMMATION DES MENAGES ET ACSI.....	26
FIGURE 8. RELATION ENTRE LE PORTEFEUILLE ACSI ET STANDARD AND POOR'S 500.....	36
FIGURE 9. SYNTHÉSE DES PRINCIPAUX TRAVAUX RELATIFS A LA SATISFACTION DES CLIENTS (ADAPTE DE LUO ET HOMBURG 2007).....	37
FIGURE 10. LES TYPES D'OPTIONS STRATEGIQUES.	38
FIGURE 11. MECANISMES DE FUSION PAR DISSOLUTION.	39
FIGURE 12. MECANISMES DE FUSION PAR CREATION D'UNE NOUVELLE SOCIÉTÉ.....	40
FIGURE 13 : MECANISME D'ACQUISITION PAR ACHATS D' ACTIONS.	41
FIGURE 14. MECANISMES D'ACQUISITIONS PAR ECHANGE D' ACTIONS.	42
FIGURE 15. ÉVOLUTION DES F&A AU NIVEAU MONDIAL DEPUIS 1985 ADAPTE DE «IMAA».....	49
FIGURE 16. ÉVOLUTION DES F&A AUX USA DEPUIS 1985-2015 ADAPTE DE « IMAA ».....	50
FIGURE 17. ÉVOLUTION DES F&A EN FRANCE DEPUIS 1991 ADAPTE DE « IMAA ».....	52
FIGURE 18. LE MODELE CONCEPTUEL DE LA RECHERCHE.	87
FIGURE 19. LA STRUCTURE DE L'ÉCHANTILLON A TRAVERS LES SECTEURS.	111
FIGURE 20. REPRESENTATION SCHEMATIQUE DE LA PROCÉDURE DE TEST DE MEDIATION.	129
FIGURE 21. SYNTHÉSE DES RELATIONS ENTRE FUSIONS-ACQUISITIONS, SATISFACTION ET PERFORMANCE DE L'ENTREPRISE.....	171

ANNEXES

ANNEXE 1. LES SCORES DE SATISFACTION CLIENT A TRAVERS TROIS NIVEAUX (INDUSTRIE, SECTEUR ET NATIONAL).	194
ANNEXE 2. LES 133 ENTREPRISES RETENUES DANS L'ECHANTILLON.	195
ANNEXE 3. LA STRUCTURE DE L'ECHANTILLON A TRAVERS LES SECTEURS.	196
ANNEXE 4. CALCUL DES DIVIDENDES JOURNIERES (EXEMPLE DE COLGATEPALMOLIVE).	197
ANNEXE 5. PROCEDURE DE CALCUL DES VARIABLES SECTORIELLES.	198
ANNEXE 6. PROCEDURE DE CALCUL DES RENDEMENTS ANORMAUX (EXEMPLE DE COLGATEPALMOLIVE).....	199
ANNEXE 7. LETTRE OUVERTE DES CHEFS CONTRE LA FUSION DE MONSANTO ET BAYER	201
ANNEXE 8. TOP 30 DES OPERATIONS DE FUSIONS ET ACQUISITIONS.....	202

INTRODUCTION GENERALE

Les fusions et acquisitions ont-elles un effet sur le niveau de satisfaction des clients ?

Les fusions et acquisitions sont une pratique managériale bien établie. Chaque année, la presse annonce une nouvelle opération de fusion et acquisition (F&A)¹ souvent réalisée entre de grandes entreprises multinationales. En mars 2017, « Peugeot Citroën » et « General Motors » ont officialisé l'acquisition de la firme allemande « Opel-Vauxhall » pour un montant de 2,2 milliards d'euro². En 2016, le groupe allemand « Bayer » a racheté l'américain « Monsanto » pour un montant de 59 milliards d'euros. Au mois d'octobre aux Etats Unis d'Amérique, l'entreprise « AT&T » a acquis le groupe de medias « TimeWarner » pour 86 milliards de dollars américains.

En 2015 au niveau mondial, les entreprises ont déclaré avoir réalisé 44000 opérations de fusions et acquisitions, pour un investissement colossal de 4,5 trilliards. Par rapport à l'exercice 2014, le nombre des transactions réalisées a légèrement augmenté de 2.7% mais le montant global des sommes investies a baissé de 16%. (Thomson Financial³).

Depuis 2000 jusqu'au mois de mai 2017, 202 433 opérations de fusions et acquisitions internationales, (entre des entreprises opérant dans différents pays) ont été réalisées pour un montant de 15382 milliards d'euros. Durant la même période, 441 opérations hostiles ont été réalisées pour un montant de 1076.9 milliards. Des recherches approfondies sur Thomson Financial⁴ montrent que depuis 1985, la majorité des opérations de fusions et acquisitions ont été réalisées dans le secteur industriel (+de 125000 opérations pour un montant de 6000 milliards), suivi du secteur de la haute technologie (118000 transactions pour une somme 5000 milliards). La finance vient en troisième position (111000 transactions pour une valeur de 108000 milliards).

¹ Cette abréviation sera utilisée dans ce travail pour désigner une opération de fusion et acquisition

²http://www.lemonde.fr/automobile/article/2017/03/06/automobile-psa-acquiert-opel-la-filiale-europeenne-de-general-motors-pour-1-3-milliard-d-euros_5089738_1654940.html

³ <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>

⁴ <https://imaa-institute.org/m-and-a-by-industries/>

Les conséquences peu évoquées pour les clients

Le plus souvent, le sort des clients, lors de ces opérations, est peu abordé. Les medias réservent peu de place aux conséquences négatives qu'une fusion-acquisition peut avoir sur le niveau de satisfaction des clients à l'égard des offres des entreprises impliquées. Pourtant, une fusion-acquisition peut affecter la qualité des prestations et, par conséquent, le niveau de satisfaction des clients lorsque celle-ci se traduit par une contraction des effectifs (Anderson, Fornell et Rust, 1997). Le client est indirectement cité par la direction de l'entreprise lors de la justification et de la publicité sur l'opération de fusion. Elle évoque souvent les synergies éventuelles, la mutualisation des ressources et compétences qui sont supposées améliorer la compétitivité de l'entreprise sur le marché. Les actionnaires, lors d'une opération de fusion et acquisition, s'intéressent principalement à son impact sur les résultats comptables et boursiers de la nouvelle entité. Ses effets sur les clients ne font pas l'objet d'un regard explicite. Or, il est pourtant admis que la satisfaction des salariés est la base de celle des clients qui, elle-même, est à la base de la satisfaction des actionnaires (Heskett et al. 1994).

Dans le domaine de la finance, il existe une hypothèse selon laquelle, lors d'une fusion et acquisition, les clients de la cible (cas d'une acquisition) ou de deux entreprises (cas d'une fusion) sont également conquis et permettent ainsi, par une simple formule d'addition, de créer une nouvelle base de clients (Anderson, Havila, et Salmi 2001). Par exemple en 2016, pendant les négociations de fusion entre Orange et Bouygues, les deux géants français du secteur des télécommunications prévoyaient de détenir près de 50% des parts de marché grâce à la fusion⁵ alors que les clients de ces deux entreprises n'ont pas été concertés (à travers par exemple un questionnaire) pour avoir leurs avis sur ce mariage. Or, la littérature montre que les relations d'affaires sont rarement construites mécaniquement mais qu'elles évoluent par contre avec le temps (Anderson et al., 2003).

L'autre conséquence qui peut être attendue d'une telle opération est que l'augmentation de la part de marché peut compromettre le niveau de satisfaction des clients car elle se traduit par une augmentation du degré d'hétérogénéité des clients dans la base de l'entreprise. Or, plus une entreprise est confrontée à une clientèle hétérogène plus elle a du mal à offrir des biens et services pouvant correspondre à ses attentes (Fornell, 1995).

⁵http://www.lemonde.fr/economie/article/2016/01/04/orange-bouygues-telecom-la-fusion-avance_4841254_3234.html

Qu'il s'agisse de la théorie des institutions de Scott (1987) ou de la théorie des parties prenantes de Polonsky et al. (2005), le client est considéré non seulement comme un acteur économique mais aussi comme un membre d'une famille ou d'une communauté. Ainsi, le client ne se préoccupe pas seulement de ses expériences de consommation, il est plutôt un acteur majeur dans le groupe de toutes les parties prenantes que l'entreprise doit prendre en considération (Polonsky et al., 2005a). Ces auteurs proposent le terme de « *generalized customer* » afin de mettre en exergue le caractère multidimensionnel du client. Anderson, Akansson, et Johanson (1994) montrent également qu'une relation d'affaires est souvent liée à d'autres relations qui se sont créées au fil du temps. En d'autres termes, plusieurs acteurs ont réalisé des investissements sur la base de la relation d'affaires initiale (*focal business relationship*) pour finalement constituer un réseau de relations d'affaires (*connectedness of relationship*).

Dans ces conditions, tout changement qui affecterait la relation d'affaires initiale aurait également des conséquences sur d'autres parties prenantes. Dès lors, l'enjeu serait plus important lors d'une F&A car, chaque entreprise impliquée avait en principe créé unilatéralement des relations d'affaires à plusieurs niveaux, que ce soit en interne (par exemple la relation entre les actionnaires et les dirigeants ou autres salariés) ou en externe (par exemple, la relation entre une entreprise et ses fournisseurs ; une entreprise et ses sous-traitants ; une entreprise et les élus locaux, etc).

Dans le même ordre d'idée, les travaux empiriques montrent, d'une part, qu'il existe une relation entre, la satisfaction des salariés et la satisfaction des clients (Evanschitzky et al., 2011; Heskett et al., 1994), et, d'autre part, entre la satisfaction des salariés, leur productivité et la satisfaction des clients (Anderson et al., 1997a). Ce qui signifie qu'en affectant le niveau de productivité des salariés dans l'entreprise, une F&A peut affecter la satisfaction des clients. De même, les chercheurs observent une relation positive entre la satisfaction des clients et la valeur pour les actionnaires (*shareholder's value*) (Anderson et al., 2004). Toutes ces études montrent ainsi que le client occupe une place transversale au sein d'une entreprise ou à l'intérieur du réseau d'affaires dont l'entreprise fait partie.

Les conséquences potentielles d'une fusion et acquisition sur les clients

Malgré le nombre impressionnant d'opérations de F&A réalisées chaque année dans le monde et l'importance des sommes engagées par les entreprises dans ces opérations, l'impact des F&A sur la performance des entreprises impliquées reste l'objet de controverses dans les domaines de la finance (Alexandridis et al., 2007 ; Majumdar et al., 2012), des ressources humaines (Conyon et al., 2001a; Gugler and Yurtoglu, 2004) ou encore dans le domaine du management stratégique (Hitt et al., 1991, 1990). Le taux d'échec des F&A au niveau mondial est évalué à 50% (Meier and Schier, 2012) et parfois même à 75% (Marks and Mirvis, 2001). Ce taux serait de 40% sur le marché nord-américain (Christofferson et al., 2004; Dyer et al., 2004).

En effet, plusieurs exemples au niveau mondial permettent alors d'apprécier les conséquences d'une fusion-acquisition sur la performance des entreprises :

En 2009, l'acquisition de *Royal Bank of Scotland* par *ABN AMRO* a provoqué un désastre commercial et financier. La banque a été affectée à la fois par la crise du crédit et par les pertes liées aux écarts d'acquisition (dépréciation d'actifs). Par conséquent, le cours de l'action de *Royal Bank of Scotland* a chuté jusqu'à 71.18%⁶. Finalement, le gouvernement britannique a été contraint de nationaliser la nouvelle entité pour éviter sa faillite totale.

En 1998, la fusion de Daimler-Benz et Chrysler a fait la une de tous les journaux du monde entier. Les commentateurs, qu'ils soient journalistes ou économistes, ne comprenaient pas les raisons de cette fusion étant donné les bons résultats des deux entreprises. Quelques mois après la transaction, des difficultés liées aux différences culturelles ont provoqué l'échec de ce mariage qui s'est traduit par des résultats décevants à tel point que les synergies escomptées n'ont pas pu être réalisées (Wirtz, 2001). Par exemple, le cours de l'action de Chrysler a chuté de moitié après la F&A. Une partie des ingénieurs a démissionné et le niveau de mécontentement au sein des salariés des deux entreprises s'est aggravé (Weber et Camerer, 2003). D'ailleurs, cette F&A a provoqué la suppression de 20% des salariés et la fermeture de six usines⁷. Finalement, l'opération s'est soldée par la revente de Chrysler par Benz en 2007.

⁶ http://www.lemonde.fr/la-crise-financiere/article/2009/01/19/royal-bank-of-scotland-sombre_1143789_1101386.html

⁷ <http://money.cnn.com/2001/01/29/europe/daimler/>

Plusieurs explications sont souvent avancées pour expliquer l'impact des fusions-acquisitions sur la performance des entreprises. Dans le domaine de la finance, les chercheurs expliquent les fusions-acquisitions par le but poursuivi par les actionnaires (par exemple : réaliser des synergies, accroître le marché, éliminer un concurrent), les modes de paiements (exemple : échange d'actions, Offre Publique d'Achat), la période pendant laquelle l'opération s'est réalisée, etc. (Capron, 1999; Duchin and Schmidt, 2013; Meier and Schier, 2012).

Dans le domaine du management des entreprises, les chercheurs ont largement étudié l'influence des différences culturelles sur la performance post rapprochement des entreprises en fusions et acquisitions. Il apparaît que certaines entreprises ont su comment gérer et exploiter ces différences tandis que les autres ont failli à cette exercice délicat pour le succès d'une telle opération (Barmeyer and Mayrhofer, 2011; Mayrhofer and Roth, 2007; Wirtz, 2001).

Dans le domaine de la gestion des ressources humaines, il apparaît que les F&A impactent la performance des entreprises car elles ont une influence sur le moral et la productivité des salariés restés après la fusion et acquisition (Angwin, 2004; Krishnan et Park, 2002).

Si plusieurs explications ont été avancées et testées dans différentes disciplines, de telles tentatives restent marginales en marketing (Homburg et Bucerius, 2005; Öberg, 2008). Or, un certain nombre d'informations laissent à penser que les F&A peuvent affecter le niveau de satisfaction des clients :

- Au début du mois de mars 2017, les dirigeants de deux équipes professionnelles de la ligue nationale française de rugby (top 14), le Racing 92 et le Stade français ont annoncé le projet de fusion de ces clubs. Cette annonce inattendue a provoqué des vives tensions au sein de différentes parties prenantes, à savoir (a) les joueurs qui, le lendemain de l'annonce, ont lancé un mouvement de grève illimitée, (b) les associations des supporters qui ont manifesté leur colère auprès de différents médias, (c) la mairie de Paris, etc. Quelques jours après, le président du Racing 92 Jacky Lorenzetti a annoncé l'abandon de son projet de fusion à cause, selon lui, de fortes réticences rencontrées⁸.

⁸ http://www.lepoint.fr/sport/fusion-racing-stade-francais-abandonnee-la-greve-des-joueurs-levee-19-03-2017-2113109_26.php

- En 2016, suite au rachat du groupe américain Monsanto par Bayer, près de deux cents grands chefs de la gastronomie française se sont rassemblés pour montrer leur mécontentement contre la présence de l'agrochimie dans les assiettes selon la lettre ouverte qu'ils ont signée⁹.
- En 2002, lors de la fusion de HP et Compaq, la majorité des clients de HP s'est opposée à ce projet de fusion. Ces derniers envisageaient de réduire de 40% leurs achats des produits Compaq et de 4% des produits HP¹⁰. Cette F&A a été tellement mal gérée et a eu tellement de conséquences négatives qu'elle est aujourd'hui un cas d'école sur ce qu'il faut éviter en matière de F&A.
- En 2008, dans le secteur du transport aérien aux Etats Unis d'Amérique, la compagnie *Delta Airlines* a fusionné avec *Northwest* dans le but de former la première compagnie aérienne au monde. Paradoxalement, l'indice de satisfaction des clients de Delta mesuré par le projet *American Customer Satisfaction Index (ACSI)* a chuté de 62 à 56 sur 100 un an après la F&A¹¹. Sur le même marché, la fusion de « *United Airlines, Inc.* » et de « *Continental Airlines, Inc.* » en 2010 a provoqué une baisse de 10% du score de satisfaction des clients de Continental telle que mesuré par le projet ACSI (cf. Figure 1).

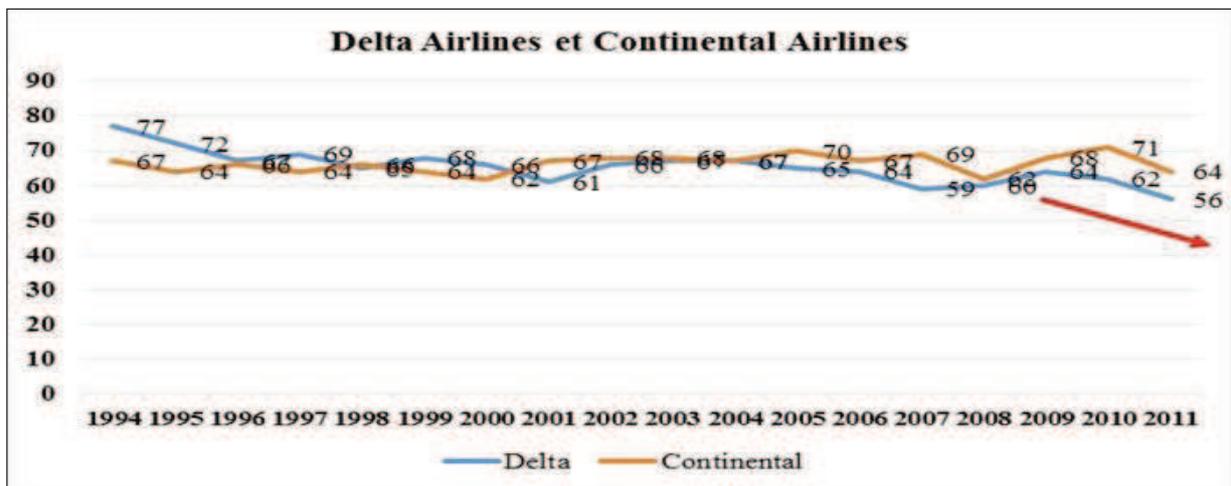


Figure 1. Baisse des scores ACSI suite aux F&A.

⁹ <http://www.bioalaune.com/fr/actualite-bio/34532/grands-chefs-francais-appellent-au-boycott-du-monstre-bayer-monsanto>

¹⁰ <http://www.zdnet.fr/actualites/fusion-hp-compaq-les-clients-plutot-contre-2106421.htm>

¹¹ Les scores de satisfaction des clients de chaque entreprise suivie par le projet sont publiés sur leur site

- Les enquêteurs Thornton, Arndt & Weber, mandatés par le magazine *Businessweek* en 2004¹², concluent que les clients réagissent négativement aux opérations de Fusions et Acquisitions. D'ailleurs, les recherches menées par le projet ACSI montrent qu'en général, les F&A exercent une influence négative sur la satisfaction des clients dans le secteur des services, en particulier quand les efforts destinés à l'amélioration de la satisfaction des clients sont réduits dans le but de minimiser des coûts.

Problématique et questions de recherche

L'impact des fusions et acquisitions sur la satisfaction des clients demeure anecdotique dans la mesure où aucune analyse systématique de ses effets n'a encore été réalisée. Les recherches sur la satisfaction des clients distinguent entre la satisfaction au niveau individuel (par exemple, la satisfaction d'un client suite à un vol avec Air France) et la satisfaction au niveau agrégé d'une entreprise (par exemple, la satisfaction de l'ensemble des clients d'Air France), d'un secteur (par exemple, la satisfaction des clients des compagnies aériennes) ou d'une nation (exemple, la satisfaction des français à l'égard de l'ensemble des biens et services qu'ils consomment). Dans cette recherche, nous nous intéressons aux conséquences des fusions et acquisitions sur sa capacité à satisfaire ses clients. Par conséquent, nous nous intéressons à ses conséquences sur la satisfaction agrégée au niveau de l'entreprise.

En considérant ce champ particulier, il apparaît que deux groupes de variables expliquent les différences de satisfaction entre les entreprises : (1) les différences sectorielles et (2) les facteurs propres à l'entreprise. En ce qui est des différences sectorielles, il ressort que les différences de performance en matière de satisfaction peuvent s'expliquer par le degré de concentration du secteur (Anderson and Ngobo, 1999; Fornell, 1992; Rego et al., 2013), le taux de croissance du marché (Anderson and Ngobo, 1999; Rego et al., 2013), l'intensité publicitaire et le niveau de R&D du secteur (Anderson and Ngobo, 1999).

En ce qui est des facteurs spécifiques à l'entreprise, il apparaît que les différences de satisfaction entre les entreprises s'expliquent par leurs différences de part de marché (Johnson et al., 1995; Rego et al., 2013), la productivité (Anderson et al., 1997a), le niveau d'endettement (Malshe and Agarwal, 2015). L'impact des fusions et acquisitions sur la satisfaction n'a pas été encore étudié dans cette littérature en dépit de leur importance économique.

¹² <http://www.bloomberg.com/news/articles/2004-12-05/why-consumers-hate-mergers>

Un rapide examen des travaux sur les conséquences d'une fusion et acquisition montre que les recherches se sont principalement intéressées à ses effets sur les ressources humaines (Brockner et al., 1987; Brockner, 1988; Conyon et al., 2001a, 2002, 2004; Siegel et al., 2008) en termes d'emploi, de moral, et de productivité. Les conséquences sur les clients demeurent donc peu étudiées. La littérature est restée particulièrement discrète sur l'impact des fusions et acquisitions sur la satisfaction des clients. Par ailleurs, un débat s'est instauré depuis des années sur le fait de savoir si les fusions et acquisitions contribuent à l'amélioration de la performance de l'entreprise (cf. Chapitre 1, section 5). Les auteurs ne s'accordent pas sur les conséquences d'une fusion et acquisition sur la performance de l'entreprise.

Tous ces constats nous conduisent à nous poser la problématique suivante :

La satisfaction des clients permet-elle de mieux expliquer l'impact des fusions et acquisitions sur la performance de l'entreprise ?

Si, d'une part, une fusion-acquisition peut avoir des effets (positifs ou négatifs) sur la satisfaction des clients et que, d'autre part, le niveau de satisfaction des clients influence le niveau de performance d'une entreprise (Anderson et al., 1994, 2004; Luo et al., 2010; Ngobo, 2000; Swaminathan et al., 2014), il nous semble intéressant d'étudier dans quelle mesure le niveau de satisfaction constitue une variable médiatrice de la relation qui existe entre la F&A et le niveau de performance de l'entreprise.

Cette problématique exige que nous répondions à trois questions spécifiques :

1. Les F&A influencent-elles le niveau de satisfaction des clients ?
2. L'influence qu'exerce une F&A sur la performance de l'entreprise s'explique-t-elle, en partie ou totalement, par son effet sur la satisfaction des clients ? Autrement dit, existe-t-il un effet médiateur de la satisfaction des clients ?
3. Ces relations évoquées à la première et à la deuxième question varient-elles selon les secteurs d'activité et les caractéristiques des entreprises impliquées ?

Intérêt du sujet

Cette recherche présente un intérêt sur le plan, (1) théorique, (2) méthodologique et (3) managérial.

a) Intérêt théorique

Sur le plan théorique, l'intérêt se situe à deux niveaux :

Par rapport aux travaux relatifs aux Fusions et Acquisitions :

L'analyse des facteurs de succès et d'échec des fusions-acquisitions a surtout été faite dans les domaines de la finance, de la gestion des ressources humaines, du management stratégique, en sciences économiques, et en psychologie. Très peu de travaux ont tenté d'apporter une explication marketing au succès et à l'échec des fusions-acquisitions. Cette thèse essaie d'éclairer, du point de vue marketing, les raisons pour lesquelles une fusion-acquisition peut réussir ou échouer. Notre contribution à ce niveau doit être appréciée par rapport aux travaux de Swaminathan et al., (2013) qui se sont intéressés à la performance financière à long terme d'une entreprise, en considérant l'influence simultanée des variables relatives à la satisfaction des clients (indice ACSI) et celles relatives aux opérations de fusions. Ces auteurs constatent que l'implication d'une entreprise dans une F&A influence la possibilité, pour elle, d'améliorer sa performance financière en jouant simultanément sur la satisfaction et l'efficacité.

Dans cette étude, l'impact d'une fusion et acquisition sur la satisfaction des clients n'est pas clairement étudié dans la mesure où l'intérêt des chercheurs est l'analyse de l'effet d'un double objectif de l'entreprise (satisfaction et efficacité) sur la performance à long terme, la fusion-acquisition jouant le rôle de médiateur d'ordre 2 (c'est à dire que l'interaction est étudiée entre trois variables). De même, notre travail peut s'apprécier par rapport aux travaux de Öberg (2008) qui mène ses recherches sur huit cas de fusions-acquisitions dans le domaine *du business to business (B to B)*. Le but était d'identifier les mécanismes à travers lesquels les clients sont affectés par les fusions et acquisitions F&A et comment ils réagissent face à ces opérations. Ici, encore, la recherche ne porte pas sur l'impact d'une F&A sur la satisfaction des clients.

Thorbjørnsen et Dahlén (2011) ont procédé à une analyse expérimentale sur cinq études de cas pour étudier les réactions des clients à l'égard de la marque dans le cas d'une entreprise acquéreuse détenant un fort capital marque par rapport à la cible.

Homburg et Bucorius (2005) ont cherché à identifier la meilleure combinaison lors d'une F&A (entre investir dans les activités marketing ou réduire les coûts), qui permettrait d'améliorer la performance financière d'une entreprise. Pour ce faire, ils ont procédé à plusieurs comparaisons en fonction du but poursuivi par les entreprises impliquées.

D'autres chercheurs se sont, quant à eux, intéressés aux effets d'une fusion-acquisition sur l'image et la valeur de marque des entreprises impliquées (Jaju et al., 2006; Kumar and Hansted Blomqvist, 2004; Lambkin and Muzellec, 2010; Lee et al., 2011). Une fois de plus, la recherche n'a pas porté sur la satisfaction des clients.

Les chercheurs ne se sont pas non plus intéressés à l'influence des réactions des clients, résultant d'une opération de fusion-acquisition, qu'elles soient positives ou négatives, et leurs conséquences sur la performance comptable et/ou financière d'une entreprise. Par conséquent, dans la présente thèse, l'intérêt n'est pas uniquement porté sur des explications essentiellement comptables/boursières et managériales concernant une réussite ou d'un échec d'une fusion-acquisition. Plus précisément, nous considérons que les effets négatifs ou positifs d'une opération de fusion-acquisition sur le niveau de satisfaction des clients peuvent expliquer son impact négatif ou positif sur la performance de l'entreprise. En ce sens, cette recherche contribue à mieux expliquer la manière dont les F&A impactent la performance de l'entreprise tant sur le plan comptable que sur le plan boursier.

Par rapport aux déterminants de la Satisfaction des Clients :

Plusieurs auteurs se sont intéressés aux facteurs explicatifs des différences de satisfaction des clients (ou de la capacité à satisfaire les clients) entre les entreprises. Ces auteurs ont considéré des facteurs sectoriels (Fornell, 1992 ; Johnson et al 1995), notamment le degré de concentration du secteur, l'intensité publicitaire, le degré de croissance, l'intensité en R&D (Anderson et Salisbury, 2003), et des facteurs spécifiques à l'entreprise tels que le niveau d'endettement (Malshe and Agarwal, 2015), la part de marché, le degré de diversification des activités de l'entreprise, sa taille, son niveau de rentabilité (Rego et al., 2013). Cette recherche

explique les différences de scores de satisfaction entre les entreprises à travers leurs activités de fusions et d'acquisitions. La question étant de savoir dans quelle mesure une fusion-acquisition peut renforcer ou compromettre les efforts en matière de satisfaction des clients. Pour cela, cette recherche permettra d'enrichir la littérature sur les différences de performance entre les entreprises en matière de satisfaction des clients.

b) Intérêt méthodologique

Dans cette thèse, nous utilisons les données marketing, c'est-à-dire les scores de satisfaction des clients du projet ACSI (présentées pour chaque entreprise), des données sur les opérations de fusions-acquisitions (présentées parfois par activité ou filiale), des données sectorielles, et des données comptables/financières présentées par entreprise et parfois de manière journalière (exemple : *daily price close*). Cette recherche associe donc des données de différentes natures. Elle pose donc la question de la fusion de données issues de différentes sources et celle relative aux différences de niveaux d'agrégation sur une longue période de 21 ans. Nous montrons ainsi comment il est possible de fusionner ce type de données afin de les ramener à un même niveau d'analyse.

Swaminathan et al. (2013) ont mobilisé des variables similaires à celles que nous utilisons, c'est-à-dire, la F&A, les scores ACSI et la performance financière d'une entreprise. Toutefois, ces derniers mesurent la performance par la méthode du Q de Tobin alors que pour nous, la performance sera mesurée sur la base d'une autre méthode dite «Fama French Carhart à 4 facteurs » jugée plus complète par d'autres chercheurs (Srinivasan and Hanssens, 2009).

c) Intérêt managérial

Cette recherche présente également un intérêt pour les managers. En effet, si les fusions-acquisitions influencent le niveau de satisfaction des clients alors que celle-ci influence la performance des entreprises, il devient important pour les managers de s'intéresser aux conditions dans lesquelles les F&A impactent les clients et par conséquent l'entreprise. Ainsi, en s'intéressant aux facteurs modérateurs de l'impact d'une F&A sur la satisfaction, cette recherche apporte une aide précise aux managers pour mieux gérer les conséquences d'une F&A sur leurs clients. De même, si la satisfaction est une variable médiatrice des effets d'une

fusion-acquisition sur la performance de l'entreprise, il devient impératif pour les managers de considérer les conséquences d'une F&A avant et pendant le processus d'intégration des activités fusionnées.

Plan de la thèse

Ce travail sera organisé en deux grandes parties :

Dans la première partie, nous passerons en revue les recherches qui ont porté sur la satisfaction des clients dans le contexte d'une fusion-acquisition. Nous dresserons également un état des lieux des travaux sur les effets des opérations de fusions-acquisitions dans le domaine de la finance, de la stratégie et de la gestion des ressources humaines (Chapitre I), afin de développer un modèle conceptuel et les hypothèses de la recherche (Chapitre II).

Dans la deuxième partie, nous présenterons, dans un premier temps, la méthodologie de la recherche (Chapitre III), en particulier la collecte des données et leurs sources (les bases de données). Puis, nous présenterons la mesure de toutes les variables, marketing, comptables et financières et l'approche utilisée pour le test des hypothèses de la recherche. Le dernier chapitre présentera les résultats auxquels nous sommes parvenus (Chapitre IV).

Cette thèse se terminera par une discussion des implications de la recherche, ses limites et voies de recherches futures.

INTRODUCTION GENERALE

Première partie : Cadre conceptuel de la recherche



Chapitre 1- Fondements conceptuels de la recherche

Chapitre 2 - Modèle conceptuel et les hypothèses de recherche



Deuxième partie : Analyse empirique de la recherche



Chapitre 3 - Méthodologie de la recherche

Chapitre 4 - Résultats et analyse



Conclusion générale : Les apports et limites de la recherche

PREMIERE PARTIE : CADRE CONCEPTUEL DE LA RECHERCHE

Introduction

La première partie comporte deux chapitres. Dans le premier chapitre, nous faisons un état des travaux sur les effets des fusions-acquisitions sur la performance des entreprises. Ce chapitre nous permet de situer notre contribution par rapport aux publications existantes. Plus particulièrement, nous montrerons comment notre recherche apporte une contribution supplémentaire par rapport à ce qui se fait dans les sciences de gestion en général, et en marketing, en particulier. Dans la mesure où notre recherche porte sur le rôle de la satisfaction des clients, notre revue de la littérature aborde également les recherches sur la satisfaction au niveau agrégé de l'entreprise.

Le deuxième chapitre propose un modèle conceptuel explicatif des effets des fusions-acquisitions sur la performance dans lequel la satisfaction des clients joue le rôle d'une variable médiatrice. A partir de ce modèle conceptuel, nous développons un certain nombre d'hypothèses qui seront ensuite testées dans la seconde partie de la thèse.

CHAPITRE I : FONDEMENTS CONCEPTUELS DE LA RECHERCHE

Introduction

Notre étude se rattache à deux champs de recherche. Premièrement, cette thèse s'intéresse à l'impact des fusions-acquisitions sur la performance des entreprises. Deuxièmement, nous nous intéressons au rôle médiateur de la satisfaction des clients. Par conséquent, notre étude se rapporte à la fois aux recherches relatives aux déterminants de la satisfaction des clients et à celles relatives aux conséquences de la satisfaction des clients. Ainsi, ce chapitre est structuré de la manière suivante.

Nous commençons, dans la première section, par aborder les travaux sur les déterminants de la satisfaction des clients. Cela, nous permettra d'analyser l'influence des fusions-acquisitions sur la satisfaction des clients à la fois telle qu'elle est appréciée par les chercheurs et telle qu'elle est décrite dans la presse professionnelle et populaire.

Dans la deuxième section, nous passons en revue les recherches relatives aux conséquences de la satisfaction des clients sur la performance comptable et sur la performance financière (marché financier).

La troisième section définit le concept de fusion-acquisition et présente les caractéristiques des fusions-acquisitions ainsi que l'historique de ces opérations.

La quatrième section aborde les motivations des managers à s'engager dans des activités de fusion-acquisition.

La cinquième section porte sur les conséquences des fusions-acquisitions sur la performance des entreprises. Pour ce faire, nous considérons les effets des F&A sur (1) la performance opérationnelle, (2) la performance comptable et (3) la performance financière.

Section 1. Satisfaction des clients et fusions et acquisition

1. Le concept de satisfaction

Plusieurs définitions du concept de satisfaction des clients existent dans la littérature. Pour certains, la satisfaction est un construit cognitif (Howard and Sheth, 1969; Oliver, 1980) tandis que d'autres considèrent la satisfaction comme une réaction émotionnelle (Bagozzi et al., 1999) ou encore comme une attitude car, selon certains auteurs, la satisfaction est une évaluation ou un jugement (Czepiel and Rosenberg, 1977). C'est dans ce sens que Hunt (1977) définit la satisfaction comme un jugement évaluatif qui permet au consommateur d'apprécier si l'expérience de consommation a été au moins aussi bonne qu'elle était supposée l'être.

Cette définition de Hunt (1977) a influencé Oliver (1980) puisqu'il considère la satisfaction comme une comparaison entre les attentes du consommateur antérieurs à l'achat et la performance du produit ou le résultat post-achat. Westbrook et Reilly (1983) définissent également la satisfaction comme un état d'esprit agréable qui découle de la constatation qu'un bien, un service, un point de vente ou une action conduit à la réalisation de ses valeurs personnelles.

Les recherches distinguent également deux conceptions de la satisfaction (Anderson et al., 1994; Johnson et al., 1995) : (a) la satisfaction transactionnelle – réactions des consommateurs suite à une transaction ponctuelle, et (b) la satisfaction cumulée - conception qui renvoie au caractère relationnel ou continu de la prestation. Dans le premier cas, la satisfaction est considérée comme une évaluation ou un jugement post achat d'un produit ou un service spécifique à une occasion donnée. Dans le second cas par contre, la satisfaction des clients est considérée comme une évaluation globale effectuée sur la base de l'ensemble des achats et sur les expériences de consommation d'un produit ou service sur une période donnée.

Alors que la satisfaction transactionnelle permet de faire une analyse spécifique sur les informations concernant un bien ou service donné, la satisfaction cumulée, quant à elle, permet d'atténuer les variations ponctuelles et permet ainsi d'apprécier le sentiment global du client au bout d'une certaine période (exemple, sur une année). C'est sous cet angle que Fornell Claes, l'un des fondateurs de l'ACSI, mesure la satisfaction. Pour lui, la satisfaction est l'évaluation globale des produits et services faite par le consommateur, sur la base de ses expériences

d'achats ou de consommations sur une période donnée (Fornell, 1992). Nous retiendrons ici cette définition de la satisfaction tout en précisant qu'elle s'applique au niveau agrégé de l'entreprise. En effet, il est possible d'analyser le caractère transactionnel versus relationnel de la satisfaction au niveau individuel ou agrégé.

	<i>Satisfaction au niveau individuel</i>	<i>Satisfaction au niveau agrégée de l'entreprise</i>
<i>Satisfaction transactionnelle</i>	<p><i>Satisfaction transactionnelle au niveau individuel</i> (ex. satisfaction de Mme Jacqueline à l'égard d'Air France suite à un vol Paris-Marseille le 13 janvier)</p>	<p><i>Satisfaction transactionnelle au niveau agrégé de l'entreprise</i> (ex. Satisfaction de l'ensemble des clients ayant pris le vol d'Air France Paris – Marseille du 13 janvier)</p>
<i>Satisfaction relationnelle</i>	<p><i>Satisfaction relationnelle au niveau individuel</i> (ex. satisfaction de Mme Jacqueline à l'égard d'Air France)</p>	<p><i>Satisfaction relationnelle au niveau agrégé de l'entreprise</i> (ex. Satisfaction de l'ensemble des clients d'Air France)</p>

Figure 2. Exemple de la satisfaction, transactionnelle vs relationnelle, au niveau individuel vs au niveau agrégé

1.1 La satisfaction des clients selon le projet ACSI

Cette étude repose sur les données fournies par l'American Customer Satisfaction Index (ACSI). Il s'agit d'un projet lancé en 1994 aux Etats Unis d'Amérique par les chercheurs de l'Université de Michigan en collaboration avec « *American Society for Quality in Milwaukee, Wisconsin* » auquel s'est rajouté le « *CFI Group in Ann Arbor, Michigan* »¹³. Ce projet s'est inspiré du modèle appelé du *Swedish Customer Satisfaction Barometer (SCSB)* développé en Suède en 1989 (Fornell, 1992).

Dans ce projet, la satisfaction est définie comme étant une évaluation, par le client, de ses expériences de consommation avec une marque, une entreprise ou un produit jusqu'au moment où on l'interroge. Les clients à interroger sont sélectionnés aléatoirement sur la base de leurs adresses e-mails (par leurs numéros de téléphone fixe auparavant). Environ 70 000

¹³ <http://www.theacsi.org/about-acsi/history>

clients¹⁴ de plus de 300 entreprises sont interrogés chaque année. L'ACSI utilise un questionnaire de 17 items identiques pour mesurer les attentes des clients, la qualité perçue, la valeur perçue, la satisfaction des clients, les intentions de fidélité et leurs réclamations. Huit autres items portent sur la démographie du répondant. Trois items mesurés sur une échelle allant de 0 à 10 portent sur la satisfaction des clients. Ces items font référence :

- (a) au sentiment global de satisfaction du client,
- (b) à l'évaluation par le client de la qualité par rapport à ses attentes,
- (c) à son évaluation de la qualité par rapport à ce qui est pour lui l'idéal.

Les entreprises suivies par le projet représentent environ 43% du PIB des Etats Unis d'Amérique et couvrent les 10 principaux secteurs économiques du pays. Finalement, les scores de satisfaction des clients (agrégés) au niveau de chaque entreprise sont calculés comme une moyenne pondérée estimée à l'aide d'un logiciel exclusif à l'ACSI et à travers un modèle économétrique multi-équations.

Les scores sont publiés trimestriellement sur leur site internet depuis 2010. Les scores annuels définitifs varient sur une échelle allant de 0 (le score le plus faible) à 100 (le score le plus élevé) et sont également publiés sur leur site internet (<http://www.theacsi.org>). Cette publication se fait à quatre niveaux qui sont¹⁵ :

1. Score-entreprise : le score de l'entreprise représente la moyenne des scores issus des réponses de tous ses clients qui ont acheté et consommé l'un de ses produits/services ;
2. Score-industrie : après avoir obtenu les scores au niveau de l'entreprise, le score de l'industrie est calculé comme une moyenne des scores de toutes les entreprises de cette industrie ;
3. Score-secteur : la moyenne des scores de toutes les industries d'un secteur représente le score de ce secteur d'activité ;
4. Le score national de satisfaction client (*US overall customer satisfaction index*) est obtenu par la moyenne pondérée de toutes les industries et tous les secteurs. Ce score est de 77 au mois juin 2017.

¹⁴ <http://www.theacsi.org/about-acsi/building-the-cross-industry-index>

¹⁵ Voir tableau annexe 1.

Dans le modèle ACSI, trois antécédents de la satisfaction sont considérés (cf. figure 3). A gauche, on y trouve : (a) les attentes des clients, (b) la qualité perçue et (c) la valeur perçue. La satisfaction se situe au milieu. A droite, on y trouve les résultats/effets de la satisfaction qui sont : (d) les réclamations des clients et (e) la fidélité des clients, qui tient compte la rétention des clients et la sensibilité au prix (*price tolerance*). L'ACSI explique ses antécédents de la satisfaction comme suit :

- (a) **Les attentes des clients** : les attentes des clients sont mesurées comme l'anticipation des clients concernant la qualité des produits et services offerte par l'entreprise. Ces attentes représentent à la fois les expériences de consommation antérieures (qui tiennent compte d'autres informations non liées à l'expérience de consommation comme la publicité, le bouche-à-oreille), et les prévisions sur la capacité d'une entreprise à offrir des produits/services de bonne qualité dans l'avenir.
- (b) **La qualité perçue** : c'est la mesure de l'évaluation faite par un client, de ses récentes expériences de consommation de la qualité des produits/services d'une entreprise. La qualité se mesure à la fois en terme du degré auquel les produits/services répondent aux besoins individuels d'un client (personnalisation) et la fréquence avec laquelle les choses ne se passent pas comme prévu concernant des produits et services.
- (c) **La valeur perçue** : la valeur perçue est la mesure de la qualité en fonction du prix payé (rapport qualité-prix). Bien que le prix (valeur monétaire) soit le facteur important pour le client lors de son premier achat, il exerce une faible influence sur les achats répétés réalisés par le même client.
- (d) **Les réclamations des clients** : les réclamations sont mesurées comme le pourcentage des clients qui attestent avoir formulé des réclamations directement auprès de l'entreprise concernant des produits et services sur une période donnée.
- (e) **La fidélité des clients** : la fidélité est la combinaison entre la probabilité d'un client de ré-acheter les produits/services d'une même firme dans le futur et sa probabilité d'acheter les produits/services de cette firme à des différents niveaux de prix (moins sensible aux prix). En effet, dans le présent travail, la satisfaction n'est pas mesurée comme une évaluation individuelle faite par un client (premier cas évoqué au point 1 ci-dessus). Nous considérons

plutôt la satisfaction cumulée et agrégée au niveau de l'entreprise sous forme des scores de satisfaction des clients.

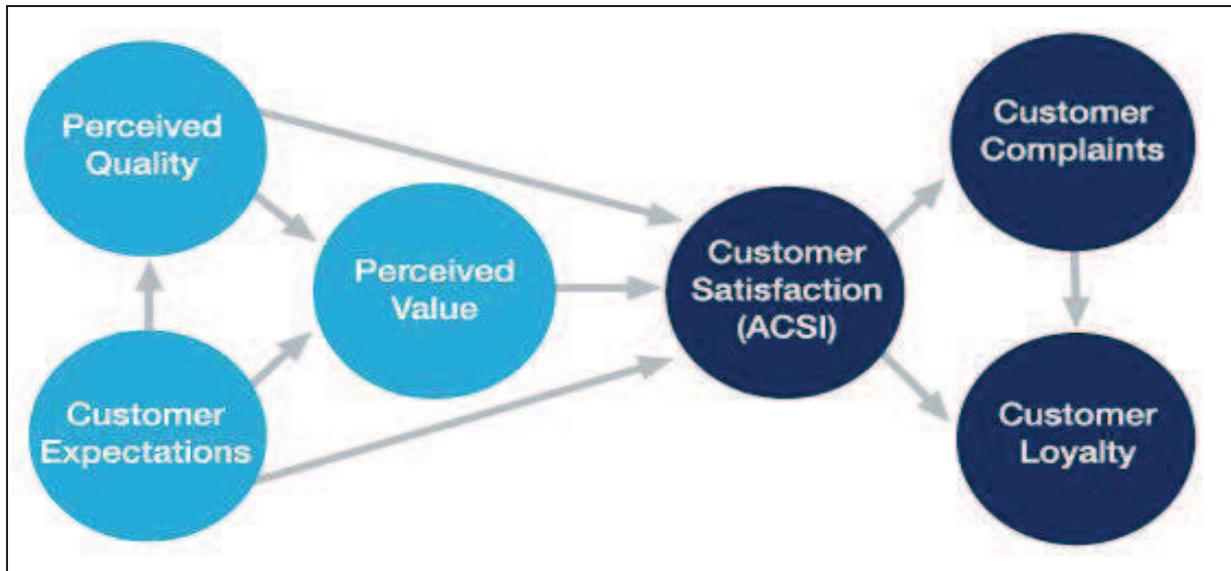


Figure 3. Le modèle de l'ACSI (Fornell et al., 1996).

Cet indicateur économique et stratégique est fondé sur l'évaluation de la qualité des biens et services achetés aux Etats Unis d'Amérique et produits par les entreprises locales et étrangères qui réalisent la grande partie de leurs parts de marché aux USA. Le nombre d'entreprises suivies dans ce projet n'est pas statique car certaines entreprises intègrent le projet pendant que pendant que d'autres en sont exclues ou ont fusionné, par exemple suite à des opérations de fusions-acquisitions.

A la création du projet en 1994, le but des fondateurs était de représenter l'ensemble des secteurs de l'économie américaine s'adressant au consommateur individuel par opposition au B2B (Fornell et al., 1996). Pour ce faire, ils ont eu recours au système de classification des entreprises qui existait aux USA depuis les années 1930 pour pouvoir regrouper les entreprises dans différents secteurs d'activité. Ce système est le « *Standard Industrial Classification-SIC* » ou Classification normalisée des secteurs en français.

Le SIC a été remplacé par le *North America Industry Classification System (NAICS)*¹⁶ mais plusieurs institutions américaines utilisent toujours le *SIC* ou les deux en même temps. Le *SIC* est fait de sorte que chaque principal secteur de l'économie américaine dispose d'un code

¹⁶ <https://www.census.gov/eos/www/naics/index.html>

de niveau 1 (*one-digit SIC codes*) sur un classement qui va de 0 à 10, ce qui correspond aux 10 principaux secteurs de l'économie nord-américaine (cfr tableau 1 ci-dessous). Ensuite, chaque secteur est subdivisé en groupe d'industries majeures (*two-digit SIC codes*) sur la base de leurs contributions relatives au PIB. A l'intérieur de chaque groupe d'industries majeures, plusieurs industries représentatives (*four digit SIC codes*) sont créées sur la base des ventes totales de sorte que les entreprises sélectionnées représentent la majorité des ventes de chaque secteur.

Sic codes	Secteurs d'activité
01-09	Agriculture, forestier, pêche (piscicole)
10-14	Mines
15-17	Construction
20-39	Manufacturier
40-49	Transport & services publics
50-51	Commerce de gros
52-59	Commerce de détail
60-67	Finance, assurance, immobilier (<i>real estate</i>)
70-89	Services
91-99	Administration publique

Table 1. Les codes du classement SIC adaptés du projet SIC.

Deux exemples ci-dessous nous permettent de mieux comprendre comment le classement se fait du premier au quatrième niveau :

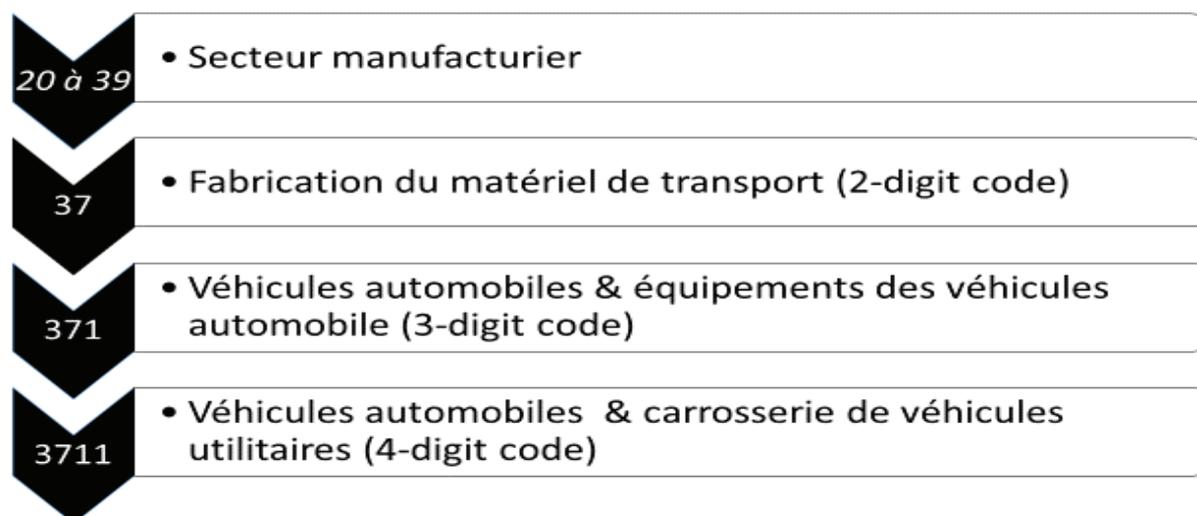


Figure 4. Exemple du classement par secteur du premier au quatrième niveau.

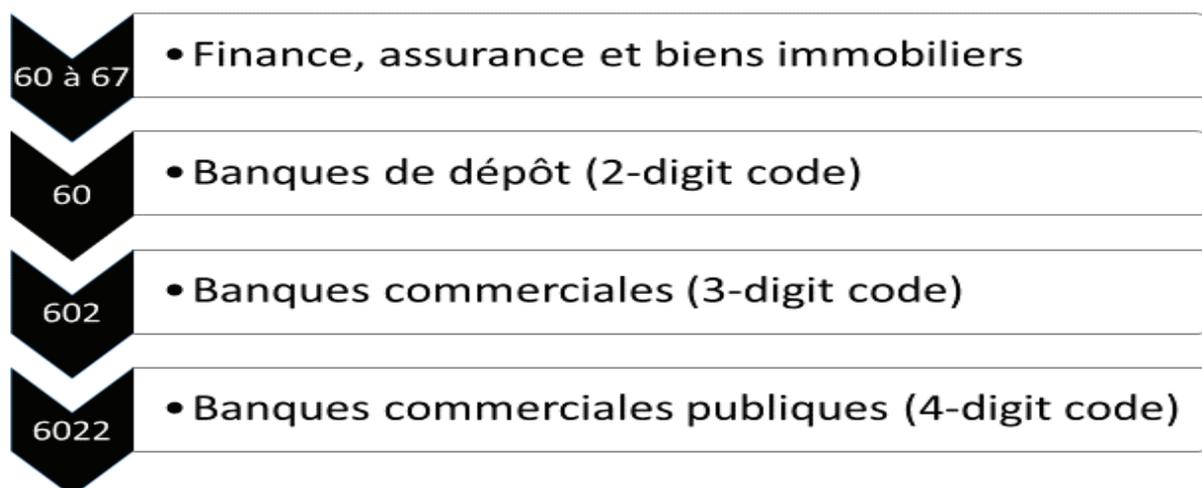


Figure 5. Exemple du classement par secteur du premier au quatrième niveau.

En effet, sur la base des dix principaux secteurs de l'économie américaine que nous venons d'expliquer ci-dessus, le projet ACSI a fait le classement des entreprises dans différents sous-secteurs d'activité (industries)¹⁷. Ainsi, nous pouvons trouver par exemple, les entreprises dans les industries : (a) Transport aérien : Southwest, American, Delta, United (b) chaussures de sport : Nike et Adidas (c) Banque : Wells Fargo Bank, Bank of America, PNC Bank (d) Hôtels : Hilton, Marriot, Hyatt, InterContinental (e) Ordinateur portable : Dell, IBM, Acer, Apple, Lenovo (f) Boissons non alcoolisées : Dr Pepper Snapple, PepsiCo, Coca-Cola, etc.

La fiabilité de cette méthode a été démontrée dans plusieurs publications (plus de 3000 publications actuellement selon l'ACSI). Cette fiabilité se remarque également sur le plan macro-économique aux USA. Les analyses montrent qu'il existe une forte corrélation entre la variation du produit intérieur brut (PIB) et les scores ACSI retardés d'un trimestre¹⁸.

¹⁷ Voir la liste complète de toutes les industries en annexe

¹⁸ <http://www.theacsi.org/national-economic-indicator/macroeconomic-indicator>

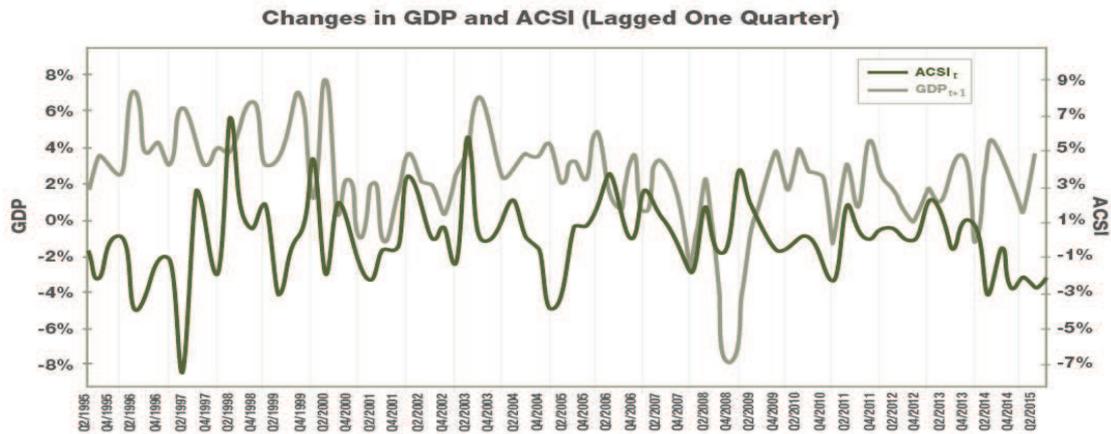


Figure 6. Relation entre PIB et ACSI.

Toujours aux USA, on observe également une forte corrélation entre la variation des dépenses de consommation des ménages¹⁹ et les scores ACSI retardés d'un trimestre²⁰

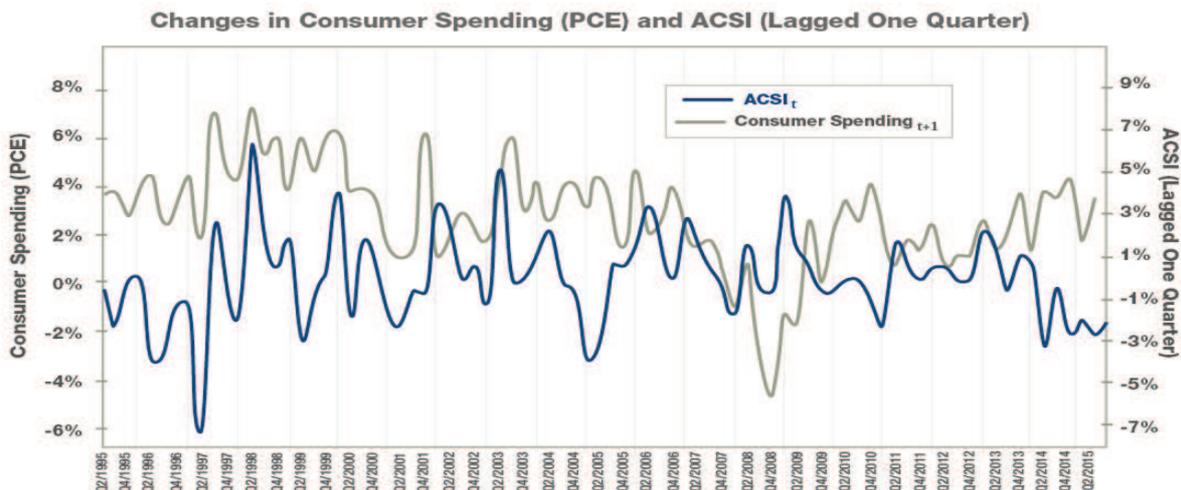


Figure 7. Relation entre dépenses de consommation des ménages et ACSI.

1.2 Les fusions et acquisitions en tant que déterminant de la satisfaction des clients

Les recherches portant sur l'ACSI ont identifié un certain nombre de facteurs susceptibles d'expliquer les différences de performance entre les entreprises en matière de satisfaction. Parmi les facteurs identifiés, il y a d'une part, des facteurs sectoriels comme le degré de concentration du secteur (Anderson and Ngobo, 1999; Fornell, 1992; Rego et al.,

¹⁹ Elles comprennent les dépenses effectivement réalisées par les ménages résidents pour acquérir des biens et des services destinés à la satisfaction de leurs besoins. Les produits correspondants ne sont pas stockés, mais considérés comme consommés au moment de leur achat, même s'ils sont durables (INSEE)

²⁰ <http://www.theacsi.org/national-economic-indicator/macroeconomic-indicator>

2013), le taux de croissance du marché (Anderson et Ngobo, 1999 ; Regó, Morgan, et Fornell, 2013), l'intensité publicitaire et en R&D du secteur (Anderson and Ngobo, 1999). Par exemple, Anderson and Ngobo (1999) montrent que lorsque les besoins des clients sont hétérogènes, leur satisfaction est positivement liée à l'intensité publicitaire et l'intensité en R&D, la satisfaction est également liée au degré élevé de la concentration du marché lorsque les besoins des clients sont homogènes. Plusieurs facteurs spécifiques à l'entreprise tels que le niveau d'endettement (Malshe and Agarwal, 2015), la part de marché, le degré de diversification des activités de l'entreprise, sa taille, son niveau de rentabilité (Rego et al., 2013) expliquent également les différences de performance entre les entreprises en matière de satisfaction des clients.

Le rôle des fusions-acquisitions n'a pas été vraiment abordé. Toutefois, quelques travaux et enquêtes évoquent de telles conséquences. Il semblerait ainsi que ces opérations exercent une influence négative sur la satisfaction globale des clients. Thorbjørnsen and Dahlén (2011), suite à cinq études expérimentales, montrent que les clients réagissent négativement aux F&A.

Du côté des clients, les réactions peuvent se manifester en général par une perte de confiance à l'égard de leurs marques et par l'envie ou l'intention de s'orienter vers les concurrents. On peut lire dans d'autres travaux que les clients estiment qu'ils ne profitent pas des opérations de fusion-acquisition car elles sont susceptibles de se traduire par une augmentation des prix et une détérioration de la qualité de service (Sikora, 2005).

Dans une enquête mandatée par le journal *BusinessWeek*²¹ en 2004, il apparaît également que les clients réagissent négativement aux opérations de F&A. De plus, cela peut prendre plusieurs années aux entreprises impliquées pour pouvoir regagner la confiance de leurs clients et ainsi prétendre améliorer leur performance grâce aux fusions. Les enquêteurs donnent l'exemple de l'acquisition de *SBC Communication Inc et Ameritech corp* en 1999 suite à laquelle les clients estimaient qu'ils étaient moins satisfaits par rapport à la période d'avant l'opération.

Öberg (2008) dans sa thèse analyse 8 études de cas. Elle observe certaines réactions négatives des clients déçus par les opérations de F&A. Par exemple, lors de l'acquisition de *BT industries* par Toyota, BT prévoyait de commercialiser les camions de marque Toyota. Alors

²¹ Le journal BusinessWeek a été acheté par Bloomberg en 2010 et porte depuis la marque Bloomberg BusinessWeek

comme l'entreprise *ATLET*, le concessionnaire de Toyota basé au Suède était le concurrent de *BT*, la réaction d'*Atlet* a été immédiate. Toutes les relations avec Toyota ont été annulées et par conséquent, *Atlet* s'est orientée vers *Caterpillar*.

Mamatov et al. (2010) observent également des réactions négatives des clients face aux opérations de F&A. Ils montrent que le niveau des ventes baisse un an après les F&A lorsqu'il s'agit des opérations internationales tandis que les opérations locales parviennent à maintenir leurs ventes à un niveau élevé. La fusion-acquisition aurait également tendance à accentuer les réactions des clients. Ainsi, certains seraient prédisposés à changer de prestataires de services, si la qualité des services offerts baisse suite à une F&A. Par contre, ces mêmes clients estiment qu'ils ne changeraient pas de prestataires si la même baisse de qualité se produisait dans un contexte de non fusion (McLelland and Goldsmith, 2014).

Comment expliquer ce boycott des fusions-acquisitions par les clients ?

Sur le plan théorique, quelques réflexions permettent d'expliquer comment une fusion-acquisition peut exercer une influence (positive ou négative) sur la satisfaction des clients. La référence faite à la théorie du signal (Connelly et al., 2011), on peut supposer que lors de l'annonce d'une fusion-acquisition, la communication faite par les acteurs de cette opération (dirigeants/actionnaires) produit un signal qui peut être reçu et interprété différemment par les clients des entreprises impliquées. A partir de ce message, les clients peuvent modifier leurs attentes en termes de qualité des produits/services que la nouvelle entité est supposée leur proposer. Ces derniers sont exposés à un nouveau stimulus (fusion-acquisition). Dès lors, la théorie de l'assimilation-contraste nous aide à analyser la nature des biais perceptuels induits lorsque ces clients sont exposés à une opération de regroupement de leurs entreprises/marques.

Les clients établissent une échelle de référence avec un point d'ancrage, une zone d'acceptation et une zone de rejet (Sherif et Hovland, 1961). Cette démarche le conduit à deux effets opposés considérés comme des biais perceptuels dépendant de la différence perçue entre le stimulus et le point d'ancrage de l'individu (clients) (Poncin et Pieters, 2002). D'une part, l'effet d'assimilation qui est lié à la présence du stimulus dans la zone d'acceptation et d'autre part, l'effet de contraste qui correspond à la présence du stimulus dans la zone de rejet. Ainsi, si une F&A parvient à répondre correctement aux attentes des clients, on peut dire que le signal du départ produit un effet d'assimilation. Dans le cas contraire, on assiste à un effet de contraste.

Dès lors, deux cas de figure ci-dessous permettent de clarifier l'effet de contraste dans le contexte d'une fusion :

- a) Si les firmes en fusion jouissent d'une bonne réputation, les clients risquent de revoir leurs attentes à la hausse à tel point que la nouvelle entité ne pourra pas répondre correctement à ces attentes. Par conséquent, les clients seront insatisfaits, ils s'orienteront vers les concurrents.
- b) Si les firmes en fusion ou une d'entre-elles, a une mauvaise réputation due par exemple à l'insatisfaction de ses clients dans le passé, les attentes peuvent être revues à la baisse. De même, les clients n'achèteront pas les produits/services de la nouvelle entité. Dans ces deux cas, le signal produit un effet de contraste. Les clients seront insatisfaits et l'entreprise ne pourra pas atteindre ses prévisions des ventes.
- c) Si la motivation d'une F&A est l'accroissement du marché, l'augmentation exponentielle du nombre des clients à court terme risque de réduire leur satisfaction, dans le sens où la nouvelle entité aura du mal à satisfaire tous les besoins/attentes qui deviennent très hétérogènes. Cela sera particulièrement problématique dans des secteurs où la satisfaction des clients est fonction du degré de personnalisation de l'offre.

Bien que le rejet des F&A puisse s'expliquer par plusieurs facteurs, certaines raisons nous semblent plus pertinentes que d'autres.

Premièrement, il existe une hypothèse selon laquelle les clients (ou le marché) de l'entreprise cible basculent ou s'orientent automatiquement vers le côté de l'acquéreur lors d'une F&A (Anderson et al., 2001). Selon cette hypothèse, la F&A devrait profiter à l'entreprise acquéreuse. Or, il apparaît également un phénomène d'inertie où l'Homme a tendance à préférer son premier choix (Muthukrishnan, 1995) ce qui aboutit au statut quo ou à l'inaction. L'une des raisons est que l'humain considère que causer un tort par l'action est pire que causer un tort par l'inaction (Samuelson and Zeckhauser, 1988). Ceci est possible lorsque par exemple la fusion-acquisition débouche sur un changement de marque.

Concernant la relation qui existe entre le client et la marque, la littérature montre que la satisfaction cumulée, la confiance et l'engagement permettent de caractériser la qualité de la

relation que le consommateur a établie à l'égard d'une marque particulière (Palmatier et al., 2006). Gurviez and Korchia (2002) définissent la confiance dans une marque comme une variable psychologique qui reflète un ensemble de présomptions accumulées quant à la crédibilité (compétence, expertise, capacité à tenir ses engagements), à l'intégrité (honnêteté, sincérité, déontologie) et à la bienveillance (volonté d'agir dans le sens des intérêts du client et de tenir ses engagements) que le consommateur attribue à la marque.

Garbarino and Johnson (1999) désigne l'engagement comme le sentiment d'affiliation et d'identification du consommateur envers la marque ainsi que son implication dans la relation commerciale. L'engagement est souvent considéré comme un facteur de stabilité et de maintien de la relation même si les circonstances s'avèrent ponctuellement défavorables (Morgan and Hunt, 1994) et comme un antécédent direct de comportements de fidélité, tels que la durée et la fréquence d'achat des produits de la marque (Verhoef, 2003). Or, lors d'une opération de regroupement d'entreprises, le fait de changer la marque peut être vu comme un manque de respect des engagements de la part des entreprises impliquées et cela risque de remettre en cause ce système de croyances (entre les clients et leurs marque), ce qui peut produire une profonde dissonance cognitive (Festinger, 1962).

Deuxièmement, les clients ne sont pas impliqués en amont pendant les phases de négociation et dans certains cas ils ne sont ni informés ni impliqués lors de la mise en place ou de la concrétisation de l'opération pendant les phases d'intégration. Dès lors, certains d'entre eux peuvent donc estimer que leur liberté de choix est remise en cause et/ou que, par conséquent, les opérations de fusions-acquisitions constituent une menace. Naturellement, ces clients peuvent développer des mécanismes de défense pour tenter de reconquérir leurs libertés comme l'explique la théorie de la réactance psychologique²² (Brehm, 1966) ou la théorie de la restauration de la liberté. Autrement dit, ils mettent en place un système qui leur permet de restaurer leur équilibre cognitif (Cummings et Venkatesan, 1976).

Ces mécanismes peuvent être le rejet de la marque ou le choix d'une marque concurrente, la baisse des quantités achetées, etc. Toutefois, il peut exister un refus d'engagement du fait de la réactance psychologique sans que cela ne se traduise nécessairement par une perte de confiance (Darpy et Prim-Allaz, 2006)

²² Les auteurs définissent la réactance psychologique comme la réaction négative des individus à toute tentative de contrainte de leur libre choix

D'autres réactions peuvent être, par exemple, le fait d'une mauvaise communication à l'encontre de leur entreprise à travers le bouche-à-oreille négatif. La littérature montre que le bouche-à-oreille exerce une influence sur l'attitude des consommateurs (Bone, 1995; Pincus and Waters, 1977), sur leurs intentions d'achat (Charlett et al., 1995; Herr et al., 1991) et sur la prise de décisions (Bansal and Voyer, 2000). Dès lors, on peut s'attendre également à un effet négatif sur la performance d'une entreprise. En principe, trois facteurs expliquent pourquoi un consommateur peut s'orienter vers d'autres marques (Bansal et al., 2005).

Ces facteurs sont :

- a) *Push effects* (effet d'incitation) : qui correspond à la mauvaise qualité des services, aux prix élevés, la baisse de confiance et d'engagement/attachement ;
- b) *Pull effects* (un effet d'attraction) : qui correspond à la disponibilité d'une offre intéressante ailleurs ;
- c) *Moorings effects* (coûts de changement) : qui correspond au choix personnel d'aller par exemple chercher d'autres produits ou services variés chez une marque concurrente.

En effet, le client mécontent suite à une F&A peut, par exemple, décider de retirer sa confiance à l'égard de son entreprise, il peut aller chercher des offres intéressantes ailleurs ou simplement s'orienter définitivement vers les entreprises concurrentes. D'ailleurs, la littérature montre que les fusions-acquisitions affectent la valeur de la marque. Ainsi, Jaju et al. (2006) montrent que la valeur de la marque baisse suite à une fusion, quand Lee et al. (2011) observent une baisse de valeur de marque seulement pour les entreprises dont le capital marque est le plus élevé par rapport à l'autre firme en F&A.

Dans le même ordre d'idée, Lambkin et Muzellec (2010) dans leurs travaux en B2B observent une hausse de la valeur de l'entreprise cible lorsque la valeur de la firme acquéreuse est supérieure à celle de la cible. Dans ce contexte, les entreprises impliquées peuvent ne pas bénéficier de la F&A, du moins en ce qui concerne la satisfaction des clients et les ventes, car les réactions des clients seraient imprévisibles.

1.3 La F&A comme modérateur des effets de la satisfaction des clients sur la performance de l'entreprise

Plutôt que d'étudier l'effet de la F&A sur la satisfaction et performance des entreprises, d'autres auteurs l'ont vue comme un facteur modérateur. Plus précisément, l'une des questions abordées en marketing des services est celle de savoir comment concilier un objectif d'efficience (exemple, de productivité) avec un objectif de satisfaction des clients sachant que cela est plus difficile dans les services qui exigent de la personnalisation, difficile à concilier avec un objectif d'efficience, que dans le secteur des biens (Anderson et al., 1997a).

Swaminathan et al. (2013) ont cherché à savoir si une opération de F&A permettait à une entreprise d'atteindre simultanément ces deux objectifs. Sur la base d'un échantillon de 429 entreprises dont 54% impliquées au moins une fois dans une F&A, ils montrent que les entreprises qui parviennent à réaliser ce double objectif tout en améliorant leurs performances financières sont celles impliquées dans une fusion.

Section 2 : satisfaction des clients et performance de l'entreprise

Rappelons que nous analysons la satisfaction des clients du point de vue de l'entreprise (comme un score agrégé de la satisfaction des clients d'une entreprise jusqu'à un moment donné) et non pas de manière individuelle.

Nous distinguerons deux types d'effets conformément à notre modèle de recherche : il s'agit des effets de la satisfaction des clients sur la performance comptable et des effets sur la performance boursière.

1. Satisfaction des clients et rentabilité

La relation entre satisfaction et rentabilité de l'entreprise est largement abordée en marketing (Ngobo et Ramarosan, 2005). Les premières recherches ont rapporté des liens mitigés entre la satisfaction et la rentabilité. Certains ont observé des liens négatifs (Foster and Gupta, 1997; Tornow and Wiley, 1991; Wiley, 1991) ou positifs (Anderson and Mittal, 2000; Anderson et al., 1994; Guo and Jiraporn, 2005; Guo et al., 2004 ; Yeung et al., 2002).

Ngobo et Ramarosan (2005) expliquent cette divergence par la méthodologie utilisée par les chercheurs et le type de leurs données utilisées. Il est apparu, dans leur recherche, que

les études qui ont analysé plusieurs secteurs et des données longitudinales ont toutes observé un impact positif de la satisfaction sur la rentabilité de l'entreprise. Certaines études rapportent même des effets qui persistent au-delà de la période d'amélioration de la satisfaction (Anderson et al., 1994; Banker et al., 2000; Guo et al., 2004; Ittner and Larcker, 1998).

Banker et al. (2000) observent un effet de retard de six mois quand Winkler et Schwaiger (2011) rapportent que les effets positifs d'une amélioration de la satisfaction des clients sur les revenus d'une banque se font remarquer après une période d'un an et demi.

La satisfaction a un effet positif sur la rentabilité car elle agit sur les ventes et les coûts. Pour ce qui est des ventes, il ressort de la littérature que la satisfaction des clients influence la fidélité (Anderson and Sullivan, 1993), le bouche à oreille (Anderson, 1998), la sensibilité aux prix (Homburg et al., 2005), le comportement de multi-équipements ou *cross-buying* (Ngobo, 2004), et le *up-buying* (Ngobo, 2005) ou le fait d'acheter des options plus chères.

Pendant les périodes de crise (par exemple la récession), la compétition entre entreprises devient rude, et ses dernières se lancent dans une lutte acharnée pour conserver un grand nombre des clients. Ainsi, les clients peuvent être tentés par une multitude des produits/services proposés par l'entreprise concurrente. Dans ce cas, les recherches montrent que, plus le client est très satisfait à l'égard d'une entreprise, moins il sera séduit par l'offre de la concurrence (Heide and Weiss, 1995), car le but pour lui est de trouver l'offre qui lui assure le meilleur rapport qualité/prix ou la meilleur qualité de produit/service à moindre coût (Soberman et Gatignon, 2005). Ces comportements sont de nature à contribuer à l'augmentation des ventes d'une entreprise.

En ce qui concerne les coûts, il apparaît que la satisfaction réduit les coûts promotionnels en augmentant le niveau de bouche à oreille de la part des clients (Luo and Homburg, 2007). Elle réduit également le nombre de réclamations et par conséquent le coût de leur gestion (Fornell, 1992). La satisfaction des clients influence positivement la rétention des clients (Anderson and Sullivan, 1993; Bolton, 1998; Mittal and Kamakura, 2001) et permet ainsi d'en constituer une base régulièrement stable. Ainsi, plus le taux de rétention des clients augmente, plus la satisfaction des clients permet d'assurer des ventes futures (Fornell, 1992; Rust and Zahorik, 1993) et de réduire les coûts de transaction comme la communication, les ventes, etc. (Srivastava et al., 1998).

2. Satisfaction des clients et valeur de l'entreprise

La valeur financière ou de marché d'une entreprise reflète-t-elle également ses efforts en matière de satisfaction des clients ? Selon la théorie de l'efficience des marchés, les titres d'une entreprise reflètent toute l'information disponible sur cette entreprise, et toute surprise qui affecte les espérances de bénéfices des investisseurs est immédiatement intégrée dans la valorisation du titre. Si les investisseurs considèrent les efforts en matière de satisfaction de manière positive, la valeur de l'entreprise devrait être positivement impactée car dans ce cas ils espèrent une amélioration des cash-flows futurs.

Plusieurs analyses corrélationnelles ont observé un lien positif entre la satisfaction et des indicateurs tels que le Q de Tobin (Anderson et al., 2004; Mittal et al., 2005) et d'autres indicateurs de mesures comptables, par exemple (Gruca and Rego, 2005a) ou boursières (Aksoy et al., 2008). Par ailleurs, la littérature montre que la satisfaction permet à l'entreprise de réduire ses risques systématiques. Ainsi, l'amélioration positive de la satisfaction permet aux clients d'utiliser le produit régulièrement (produit usage) ce qui réduit son risque perçu à l'égard de ce produit (Bolton et al., 2000). D'ailleurs, Gustafsson et al. (2005) montrent qu'un niveau élevé de fidélité du client associé à une offre de produit/service de meilleure qualité facilite la création d'une relation d'affaires dans lequel le client augmente son niveau d'attachement (*commitment*) à l'égard de la marque.

Selon Fornell et al. (2006), la satisfaction des clients telle que mesurée par l'indice de l'American Customer Satisfaction Index (ACSI), est positivement associée à la valeur de marché ou la capitalisation de l'entreprise. Cependant, ils s'étonnent du fait que la publication de données de l'indice ACSI ne cause pas une variation des cours sur le marché financier. Pourtant, selon les auteurs, il est possible pour les investisseurs de battre le marché (faire mieux que le S&P 500 par exemple) en constituant leur portefeuille d'actions à partir des scores de satisfaction des entreprises suivies par le projet ACSI.

Le résultat de (Fornell et al., 2016a) peut s'expliquer de plusieurs manières :

Premièrement, l'absence d'impact de l'indice ACSI peut signifier que les investisseurs anticipent de tels efforts et les cours des actions contiennent déjà une telle information. Les analystes qui suivent ces titres peuvent disposer d'informations sur l'augmentation et la baisse des efforts en matière de satisfaction des clients à travers différents canaux tels que les

communiqués de presse, les conférences calls, les rencontres avec les dirigeants. D'ailleurs, Ngobo et al. (2012) observent que l'indice ACSI est un bon proxy des efforts en matière de satisfaction mais il est publié trop tard pour faire bouger les prévisions des analystes.

Deuxièmement, le manque d'effet significatif sur les cours en bourse peut vouloir dire que les investisseurs ignorent simplement cette information au moment où elle est publiée. Ceci est possible dans la mesure où certaines études montrent que la fidélité paye mieux que la satisfaction (Frederick and Thomas, 1996) ou parce que presque toutes les entreprises se lancent dans des efforts d'amélioration de la satisfaction, ce qui fait que celle-ci ne constitue plus un élément de différenciation.

Troisièmement, la théorie de l'efficacité des marchés propose également que les investisseurs peuvent ne pas intégrer une information immédiatement quand ils s'interrogent sur sa pertinence. Ils peuvent s'interroger sur l'efficacité des efforts engagés, le niveau de bénéfices générés et par conséquent attendre jusqu'à ce que la satisfaction commence à produire des effets. Par exemple, Ittner and Larcker (1998) ont observé que la satisfaction pouvait impacter négativement la valeur de marché dans certains secteurs tels que la distribution alimentaire où les efforts en matière de satisfaction peuvent être associés à des coûts. Cette réaction tardive des investisseurs est évoquée par Aksoy et al. (2008) qui rapportent dans leur article que les marchés financiers sous-estiment l'information positive sur la satisfaction des clients et réajustent ensuite leur opinion avec le temps.

Quatrièmement, certains auteurs (Jacobson and Mizik, 2009a, 2009b; Mizik and Jacobson, 2009; O'Sullivan et al., 2009a, 2009b) remettent en cause les résultats de (Fornell et al., 2006). Les investisseurs intègrent l'information sur la satisfaction des clients uniquement dans le secteur Internet (Jacobson and Mizik, 2009a). Ces auteurs avancent des problèmes d'analyse de données, de la manière dont les portefeuilles ont été constitués (O'Sullivan et al., 2009b), et des problèmes économétriques (Jacobson and Mizik, 2009a).

Le débat autour de la valorisation de l'information sur la satisfaction des clients est relancé dans l'article de Fornell et al (2016) qui confirme de nouveau l'impact de la satisfaction sur les rendements. Ils observent qu'une partie de l'effet de la satisfaction passe par le fait que la satisfaction crée des bénéfices inattendus. D'ailleurs, les analyses faites par le projet ACSI montrent que les scores de satisfaction des clients sont directement liés aux performances des

marchés financiers. Les entreprises dont les scores ACSI sont élevés réalisent des meilleurs rendements de leurs actions par rapport à leurs concurrents²³.

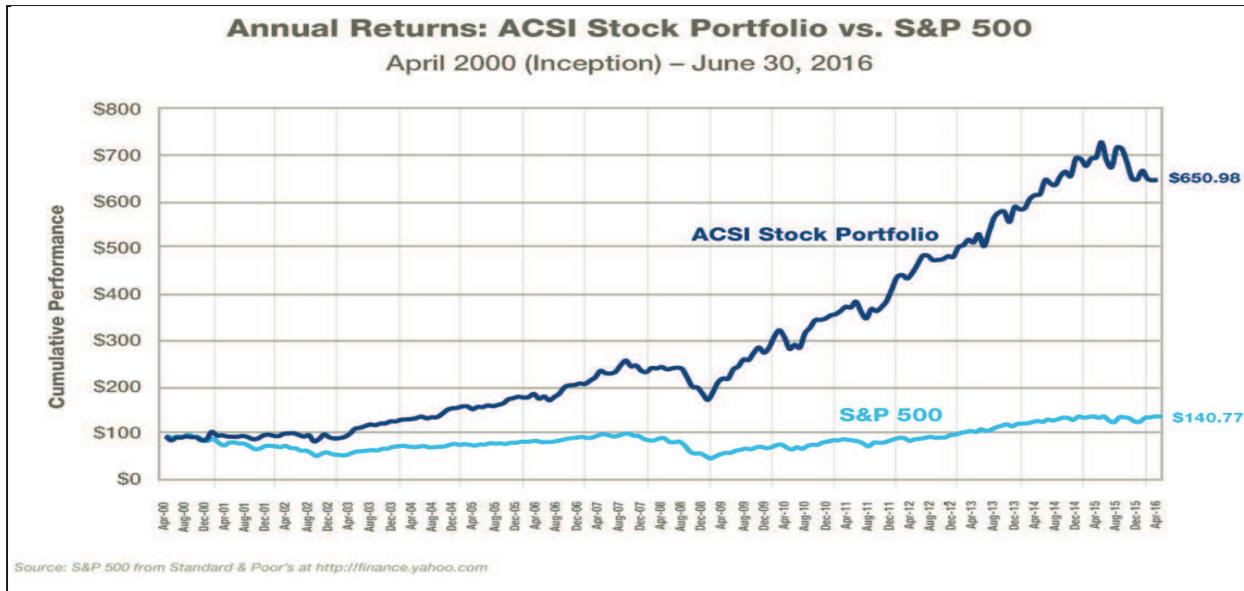


Figure 8. Relation entre le portefeuille ACSI et Standard and Poor's 500.

Alors si Sorescu et Sorescu (2016) observent le même résultat que Fornell et al., (2016b), ils évoquent toutefois des facteurs modérateurs tels que la manière dont le secteur est défini, la manière de constituer les portefeuilles, etc. Ce résultat est toutefois très critiqué par certains auteurs (Bharadwaj and Mitra, 2016), qui regrettent que les travaux sur la satisfaction restent non intégrés aux travaux en finance sur la valorisation des actifs (*assets pricing*). Ainsi, les auteurs semblent ne pas s'accorder sur les effets de la satisfaction sur les rendements.

²³ <http://www.theacsi.org/national-economic-indicator/financial-indicator>

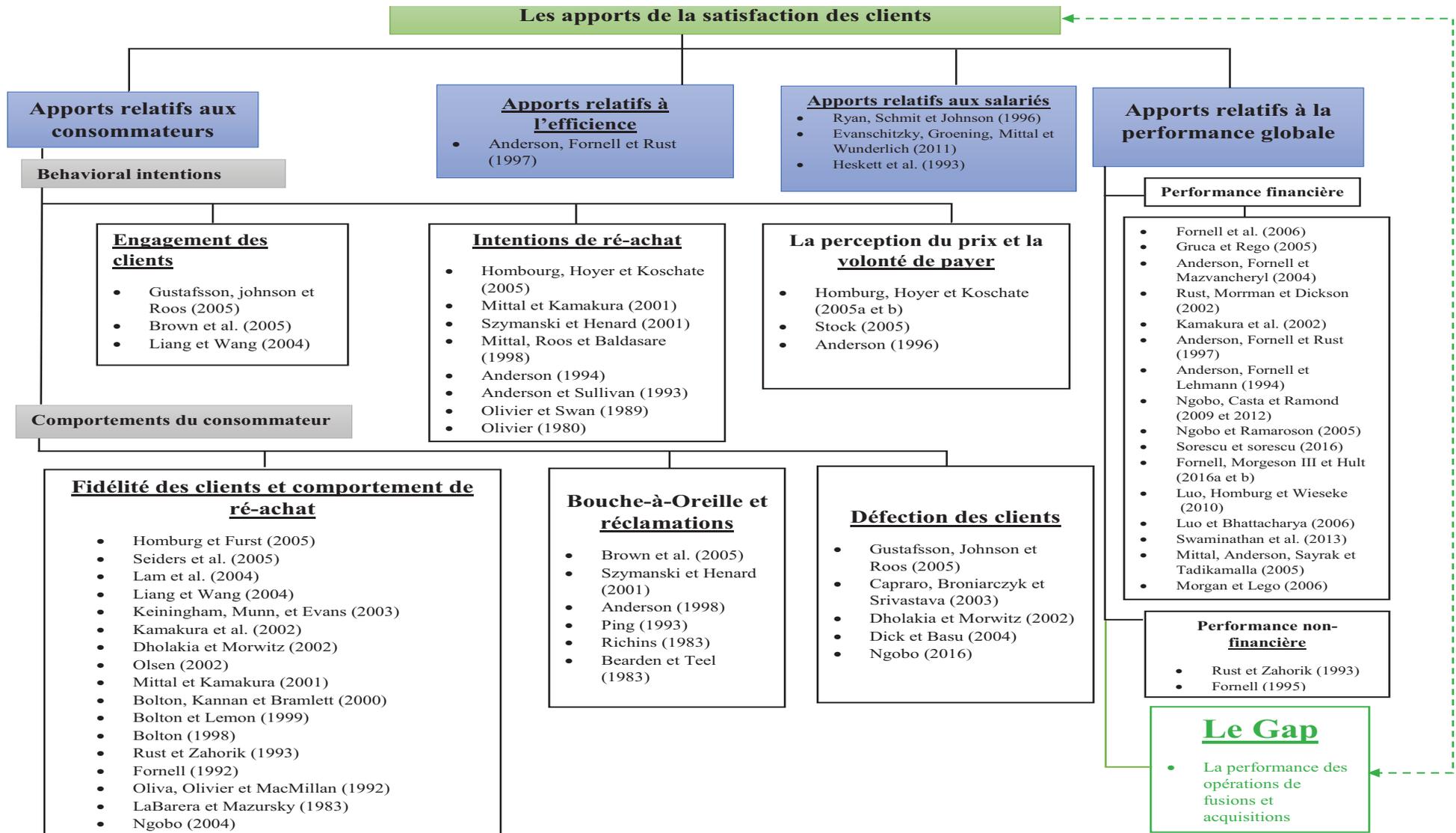


Figure 9. Synthèse des principaux travaux relatifs à la satisfaction des clients (adapté de Luo et Homburg 2007)

Section 3. Fusion-acquisition : définitions, caractéristiques et historique

1. La définition d'une fusion-acquisition

Les opérations de fusions-acquisitions, souvent baptisées «*deal*» et abrégées «fusacq/fusac ou F&A» en français ou «*mergers and acquisitions*» en abrégé «*M&A*», font partie des quatre types d'options stratégiques (*Strategic alliances, In-house strategy, Joint venture*) présentés dans les travaux des chercheurs (Cravens et al., 1993), voir figure 11.



Figure 10. Les types d'options stratégiques.

En effet, les fusions-acquisitions s'inscrivent parmi les modalités d'opérations de croissance externe. Dans la plupart des cas, les fusions-acquisitions se définissent comme des opérations de regroupement ou de prise de contrôle d'entreprises cibles, réalisées par l'intermédiaire d'un achat ou d'un échange d'actions (Meier and Schier, 2012). Une F&A est également définie comme une mise en commun d'actifs ou d'intérêts économiques entre deux ou plusieurs entités (Ceddaha, 2014). Même si les termes « fusion » et « acquisition » sont utilisés indifféremment dans plusieurs articles, sur le plan juridique, les deux opérations sont différentes. Nous allons donc clarifier les deux termes en vue de préciser la manière dont nous les utilisons dans le présent travail.

1.1 Operations de fusion

La notion de fusion vient du latin *fusio* qui signifie fondre. En termes juridiques, la fusion consiste à faire unir le patrimoine de deux ou plusieurs sociétés afin de n'en former plus qu'une. Le code du commerce²⁴ stipule que « une ou plusieurs sociétés peuvent, par voie de fusion, transmettre leur patrimoine à une société existante ou à une nouvelle société qu'elles constituent ». Le règlement 04-01 précise que « la fusion est une opération par laquelle une société disparaît, soit lors de son absorption par une société, soit parce qu'elle participe avec les autres personnes morales à la constitution d'une nouvelle société ».

1.1.1 La fusion-absorption :

Dans le cas d'une fusion-absorption, l'entreprise absorbante A reçoit les actifs et les dettes de l'entreprise B qui disparaît par la suite. Les actionnaires de l'entreprise B reçoivent de nouvelles actions émises par l'entreprise absorbante.

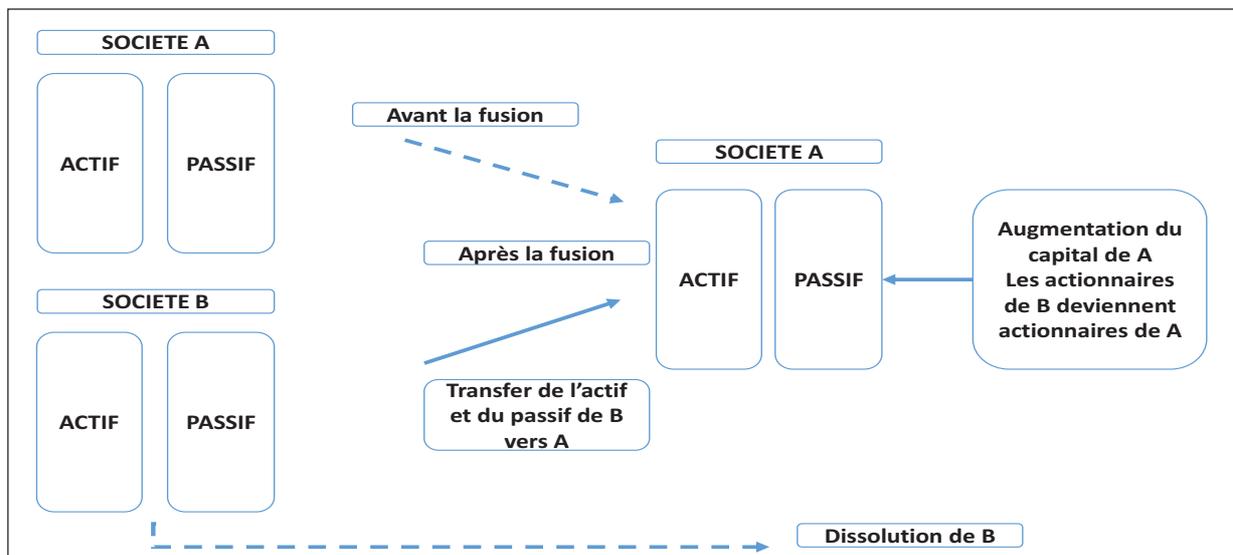


Figure 11. Mécanismes de fusion par dissolution.

1.1.2 La fusion par création d'une nouvelle entreprise (fusion-dissolution)

Dans le cas d'une fusion-dissolution, deux ou plusieurs entreprises se mettent ensemble et disparaissent au profit d'une nouvelle entité qui reprend la totalité de leur patrimoine. Les

²⁴ Voir article L.236-1 alinéa 1 du code du commerce

entreprises impliquées ne sont pas liquidées mais transmettent par contre leur patrimoine (actif et passif) à la nouvelle société créée.

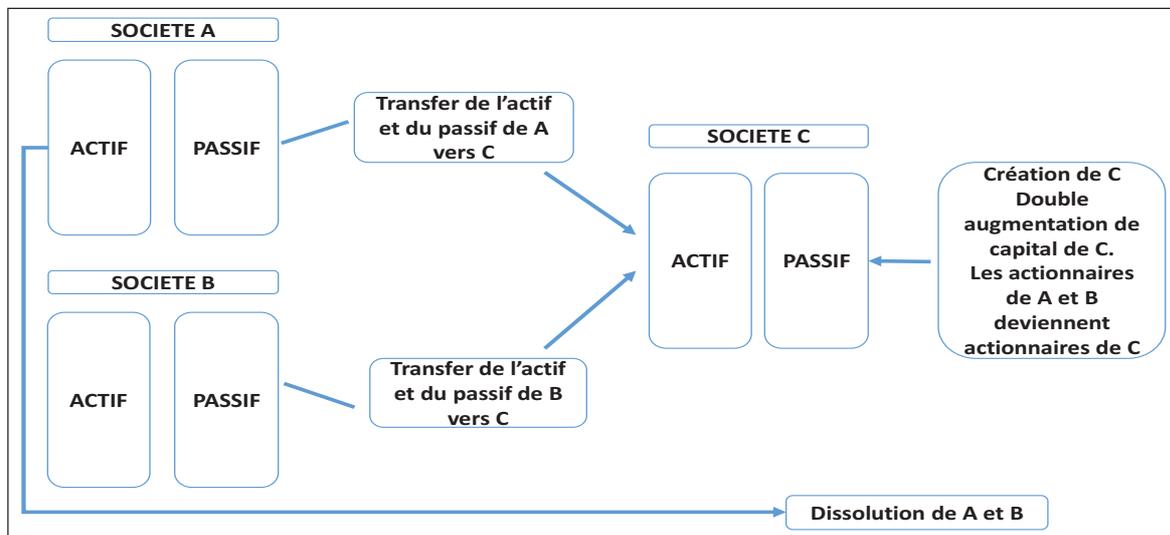


Figure 12. Mécanismes de fusion par création d'une nouvelle société.

1.2 Opérations d'acquisition

On parle d'acquisition, lorsque la société (A) dite « acquéreur », achète une participation dans une société (B) appelée « cible » lui donnant le contrôle de celle-ci. Ainsi la société (A) exerce désormais une influence sur (B) sans pour autant être obligée de posséder la moitié du capital de B. Cette dernière devient donc, une filiale de la société A. Nous tenons à signaler qu'une acquisition peut donner place à une fusion, et une opération qualifiée de fusion au départ peut finalement se transformer en acquisition.

Sur le plan juridique, on remarque qu'il existe d'autres termes pour désigner une acquisition. Ainsi, en droit des sociétés, on emploie le terme « participation » lorsque la part du capital détenue est comprise entre 10 et 15%, tandis qu'en droit des affaires, l'acquisition est caractérisée par le contrôle d'une entreprise exercé au moyen de la détention d'au moins 40% des droits de vote (sous réserve qu'aucun des autres associés n'en détienne une part supérieure).

1.2.1 Acquisition par achats d'actions

Le mode d'acquisition par achat d'actions consiste en un transfert de propriété des titres de contrôle d'une société cible de ses actionnaires vers la société acquéreuse. Les actionnaires de la cible qui acceptent d'apporter leur titre à l'opération sont appelés les cédants ou vendeurs. L'acheteur est la société initiatrice de l'opération. On parle d'acquisition ou de prise de participation majoritaire lorsque le nombre de titres acquis permet d'obtenir le contrôle de la société cible et de prise de participation minoritaire dans le cas contraire.

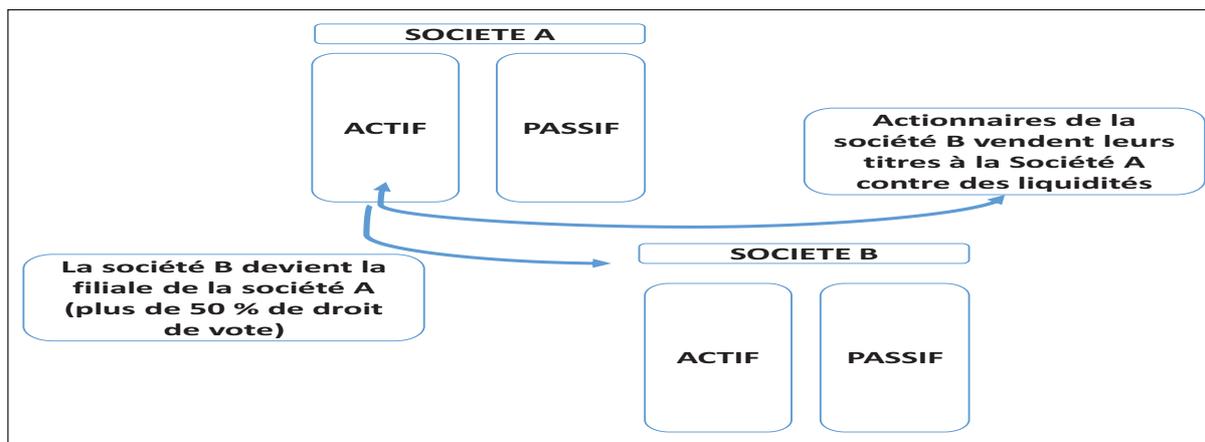


Figure 13 : Mécanisme d'acquisition par achats d'actions.

1.2.2 Les offres publiques d'achats « OPA »

La stratégie des offres publiques d'achat a été inventée en 1959 par Sigmund Warburg, le banquier britannique d'origine allemande. Ces opérations d'acquisitions sont très contrôlées lorsque la cible est cotée en bourse. Le cadre réglementaire qui s'applique est celui des offres publiques. Dans le cas d'acquisition par achat d'actions, on parle alors d'offres publiques d'achat. Les OPA ou (*tender offer*) en anglais sont régies par le règlement général de l'autorité des marchés financiers (AMF) dans le but d'assurer la transparence des opérations et de garantir un traitement équitable pour tous les actionnaires. Le paiement du prix se fait en numéraire.

1.2.3 Les offres publiques d'échange « OPE »

Les offres publiques d'échange permettent de réaliser des opérations de grande envergure sur la base de la valeur de marché. Contrairement aux OPA où le paiement se fait par cash, dans le cas d'une OPE, le paiement se fait par échange d'actions. Ces opérations sont non

seulement proches des opérations d'acquisition traditionnelles où la cible devient une filiale de l'acquéreur, mais aussi des fusions où les actionnaires de la cible deviennent les actionnaires de l'acquéreur. C'est pour cela que certaines personnes parlent des fusions à l'anglaise au lieu des OPE. Ainsi, certains auteurs expliquent qu'en réalité les opérations qui étaient considérées comme des fusions au départ finissent par devenir des acquisitions, d'où l'utilisation du terme fusions-acquisition.

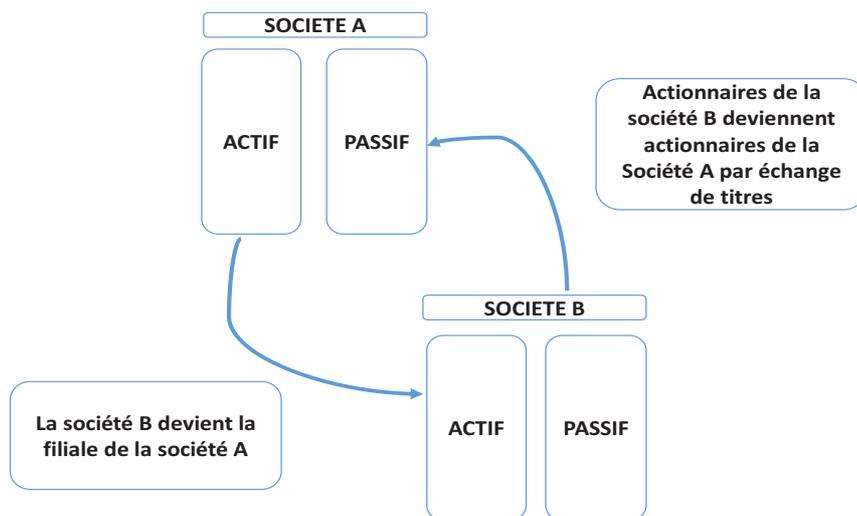


Figure 14. Mécanismes d'acquisitions par échange d'actions.

En somme, toutes les définitions et les caractéristiques citées ci-dessus sont prise en compte globalement dans cette thèse, tout simplement parce que le but pour nous est d'analyser l'influence d'une fusion ou d'une acquisition sur la satisfaction et sur la performance d'une entreprise sans prendre en considération ces différences qui se situent généralement sur le plan juridique. D'ailleurs, la base de données *Thomson One Banker* que nous utilisons dans cette thèse ne distingue ces deux concepts que lors de l'explication donnée sur les motivations d'une opération réalisée. Lors de l'extraction des données, seul le critère « F&A » est sélectionné, c'est-à-dire qu'il n'existe pas un onglet spécifique « fusion » et un autre « acquisition ».

Toutefois, à cause de la disposition de nos données, seules les entreprises qui restent après une opération de F&A sont considérées dans le présent travail. C'est-à-dire que,

l'entreprise qui disparaît par exemple suite à une fusion absorption, cesse d'être prise en compte à partir de l'année à laquelle l'opération est officiellement terminée. Nous précisons que les opérations de F&A réalisées au sein d'une même entreprise pour des fins de réorganisation interne ne sont pas considérées comme des opérations de croissance externe et de ce fait sont exclues de notre travail.

1.3 Les différents types d'opérations de fusions-acquisitions

Selon (Meier and Schier, 2012), la classification la plus courante est celle développée par la «*Federal Trade Commission*» aux Etats-Unis. Ce classement propose quatre types de F&A et vise à analyser le degré de proximité professionnelle entre les entreprises regroupées et à renseigner sur la position recherchée par la nouvelle direction au sein du secteur considéré. Ainsi, Ces quatre types des F&A sont présentés dans le tableau 1.

<i>Types de F&A</i>	<i>Explications et exemples</i>
<i>F&A Horizontales</i>	Ces opérations se réalisent entre entreprises concurrentes dans le même secteur d'activité. Les F&A horizontales sont les plus courantes et représentent plus de la moitié des opérations réalisées aux USA et en Europe. Le but est de renforcer le pouvoir de marché de la nouvelle entité et de réaliser des économies d'échelles. Exemple : Elf-Total (2000), BNP et Paribas (2000), Carrefour-Promodès (1999), Chrysler et Benz (1998).
<i>F&A Verticales</i>	Ce type de F&A concerne des firmes situées à des stades différents au sein de la même filière, généralement dans le but de réduire les coûts de transaction par l'élimination des intermédiaires. Elles peuvent se faire en amont de la filière (achat de fournisseur), exemple GDF-TCIN, ou en aval par l'acquisition de réseaux de distribution. (Exemple : Walt Disney-ABC)
<i>F&A concentriques ou opérations de diversification liée</i>	Elles concernent les opérations de regroupement entre les firmes de métiers complémentaires ou susceptibles de partager des compétences communes dans la maîtrise des maillons de la chaîne de valeur en vue d'étendre sa gamme d'offre et sa base de clientèle. (exemple : l'acquisition de Rue de Commerce par la foncière Altarea Cogedim en 2011; l'achat d'Orangina par le Groupe Pernod-Ricard).
<i>F&A conglomérales</i>	Elles concernent le rapprochement de firmes dont les métiers sont sans lien les uns avec les autres. Exemple : l'acquisition de Les Echos par LVMH en 2007 ; celle du journal «le Figaro» par Groupe Dassault avec en 2004.

Tableau 1. Les types des fusions-acquisitions-adapté de Meier and Schier (2012)

1.4 Le caractère amical ou hostile d'une fusion-acquisition

En dehors du classement des F&A présenté ci-dessus, ces opérations peuvent se distinguer selon qu'elles sont qualifiées d'amicales ou d'hostiles. Lors d'une F&A amicale, un accord à l'amiable est fait entre les dirigeants de deux entreprises impliquées avant de soumettre le projet aux actionnaires. Ainsi, une fois d'accord sur les termes de rachat, la direction de la cible recommande à ses actionnaires d'accepter l'offre. La majorité des opérations réalisées au niveau mondial est amicale. Par contre, dans le cas d'une opération de F&A hostile, l'entreprise acquéreuse fait une proposition aux actionnaires de l'entreprise cible sans en avoir informé les dirigeants, autrement dit, les modalités de l'accord sont proposées aux actionnaires sans l'agrément de la direction en place. Les chercheurs en GRH se sont beaucoup intéressés aux F&A hostiles car elles sont supposées affecter négativement les salariés (Conyon et al., 2001a; Shleifer and Summers, 1988).

1.5 L'historique des opérations de fusions et acquisitions

L'histoire montre que les opérations des fusions-acquisitions (F&A) existent depuis le 19^{ème} siècle. Ainsi, en 1858 en France, l'entreprise « Saint-Gobain » a fusionné avec son concurrent Saint Quirin. Cette opération donna lieu à un nouveau nom de « Manufacture de glaces et produits chimiques, de Saint-Gobain, Chauny et Cirey »²⁵. Depuis les années 80, les opérations de F&A connaissent un développement soutenu à l'échelle mondiale (Thomson One Banker). Cette tendance peut s'expliquer par plusieurs facteurs comme, par exemple, le processus de mondialisation, la construction d'espaces économiques intégrés, un large mouvement de libéralisation de l'économie et de dérèglementation, l'émergence progressive des standards de consommation et un contexte financier favorable avec la vitalité des marchés boursiers (Angwin and Savill, 1997; Barmeyer and Mayrhofer, 2011; Meier and Schier, 2012).

En effet, de nombreuses entreprises se sont retrouvées obligées d'évoluer dans un contexte plus large au niveau régional ou mondial alors qu'elles n'y étaient pas bien préparées. Selon Quiry et Le Fur (2005), ces entreprises doivent faire des investissements importants pour pouvoir s'adapter à ces changements. Cela se traduit donc par des besoins de financement beaucoup plus élevés par rapport aux fonds que les entreprises sont capables de mobiliser. Les mêmes auteurs expliquent que la concurrence accrue face à des groupes déjà établis rend

²⁵ Ces informations sont tirées du site internet officiel de l'entreprise (www.saint-gobain350ans.com)

d'autant plus importante une croissance rapide en vue d'obtenir la taille critique permettant de répondre aux défis de la mondialisation.

Dans ces conditions, une F&A devient le moyen de croissance externe incontournable que les entreprises utilisent pour assurer et renforcer leurs positions concurrentielles sur le marché. Une course contre la montre est alors lancée. Chaque entreprise s'acharne pour trouver la cible à acheter ou avec laquelle elle pourra fusionner, tout cela dans le but d'occuper la meilleure position concurrentielle ou au moins se hisser à la même hauteur que celle des concurrents.

Depuis une vingtaine d'années, des sommes colossales ont été investies chaque année dans ces opérations. Le pic des opérations de F&A réalisées au niveau mondial a été atteint en 2007 avec un investissement global qui s'élève à 6 600 milliards d'euros (Meier and Schier, 2012). La crise économique mondiale de 2007 a eu un impact négatif sur les opérations de F&A. Cependant, six (6) ans après, soit en 2013, les investissements dans les fusions et acquisitions ont dépassé les 3.000 milliards de dollars américains au niveau mondial, pour se situer à plus de 300 milliards sur le marché français par exemple²⁶. Dans le tableau 2 on peut voir les plus grandes opérations de fusions-acquisitions de l'histoire.

²⁶ http://www.imaa-institute.org/statistics-mergers-acquisitions.html#MergersAcquisitions_Worldwide

Rang	Année	Entreprise acquéreuse	Entreprise cible	Valeur (Milliards \$)	Valeur (Milliards €)
1	1999	Vodafone AirTouch PLC	Mannesmann AG	202,79	204,79
2	2000	America Online Inc	Time Warner	164,75	160,71
3	2013	Verizon Communications Inc	Verizon Wireless Inc	130,3	100,46
4	2015	Anheuser-Busch Inbev	SABMiller PLC	101,48	92,27
5	2007	Spin-off Anheuser-Busch Inbev	Philip Morris Intl Inc	107,65	68,08
6	2015	SA/NV	SABMiller PLC	101,10	91,93
7	2007	RFS Holdings BV	ABN-AMRO Holding NV	98,19	71,3
8	1999	Pfizer Inc	Warner-Lambert Co	89,17	84,94
9	2016	AT&T Inc	Time Warner Inc	85,41	78,46
10	1998	Exxon Corp	Mobil Corp	78,95	68,36

Tableau 2. Le top 10 des F&A de l'histoire « Institute of M&A and Alliances Analysis»

Les entreprises opérant dans tous les secteurs d'activité, qu'elles soient publiques ou privés, de petite, moyenne ou de grande taille, des startups, des multinationales, des maisons mères ainsi que leurs filiales ont été impliquées dans ces opérations. Par exemple, en 2006, dans le domaine des nouvelles technologies de l'information et de la communication, le moteur de recherche Google²⁷ a acquis le premier site de partage et de diffusion de vidéos sur internet «YouTube» pour un montant de 16.5 milliards de dollars américains (\$).

En 2014, le réseau social Facebook, Inc.²⁸ a investi 19 milliards pour acquérir WhatsApp, Inc., et durant la même année dans le secteur de l'énergie, 12 milliards de dollars américains ont été dépensés par General Electric Company pour l'acquisition des activités d'énergie d'Alstom²⁹. Récemment, le groupe allemand « Bayer » a racheté l'américain « Monsanto » pour un montant de 59 milliards d'euros³⁰.

²⁷ <http://www.journaldunet.com/0610/061010-google.shtml>

²⁸ <http://siliconvalley.blog.lemonde.fr/2014/02/20/facebook-rachete-whatsapp-pour-16-milliards-de-dollars/>

²⁹ <http://www.lefigaro.fr/flash-eco/2015/09/08/97002-20150908FILWWW00231-feu-vert-de-bruxelles-a-la-fusion-alstom-general-electric.php>

³⁰ http://www.liberation.fr/planete/2016/09/14/bayer-et-monsanto-des-noces-a-59-milliards-d-euro_1496949

Au niveau des startups, on peut citer l'exemple de l'entreprise Blablacar dans le domaine de transport des personnes (co-voiturage), qui a acquis son principal concurrent allemand Carpooling³¹ en 2015.

1.5.1 L'évolution des fusions-acquisitions

Comme évoqué dans l'introduction, on peut trouver dans l'histoire, les traces des opérations des F&A depuis les années 1800. En effet, la littérature montre que ces phénomènes se sont réalisées à travers des vagues et on remarque que chaque vague était motivée par des réalités qui la distingue des autres (Derhy, 1995). Ainsi, dans la présente recherche, nous présentons un aperçue des F&A au niveau mondial mais nous nous limitons à deux exemples seulement pour expliquer comment ces différentes vagues se sont succédées. Il s'agit de l'évolution des F&A sur le marché nord-américain et en France.

1.5.2 Au niveau mondial

Les opérations de fusions-acquisitions n'ont pas évoluées de la même manière au niveau mondial. La rareté des données en rapport avec l'histoire des F&A ne permet pas d'établir une comparaison des vagues entre les pays. Ce manque d'informations peut s'expliquer par diverses raisons mais on peut souligner par exemple, le fait qu'auparavant l'enregistrement des F&A n'étaient pas obligatoire, il n'existait pas d'institutions spécialisées dans ce domaine comme l'« Institut of Mergers Acquisitons and Alliances », ainsi que des bases de données financières comme « Thomson » qui répertorient toutes les opérations en rapport avec les F&A.

Sur la figure 15 ci-dessous, on constate que le pic des opérations de F&A en nombre et en valeur a été atteint en 2007. Toutefois, les données montrent que l'année 2002 a été marquée par une baisse globale de 28% de la valeur des transactions, soit 1206 milliards de dollars en 2002 contre 1675 en 2001. Les conséquences de la crise économique de 2008 sont remarquables sur la figure 15. Cependant, la tendance est plutôt positive de 2014 jusqu'en décembre 2015.

³¹ http://www.lemonde.fr/economie/article/2015/04/15/blablacar-rachete-l-allemandcarpooling_4616017_3234.html

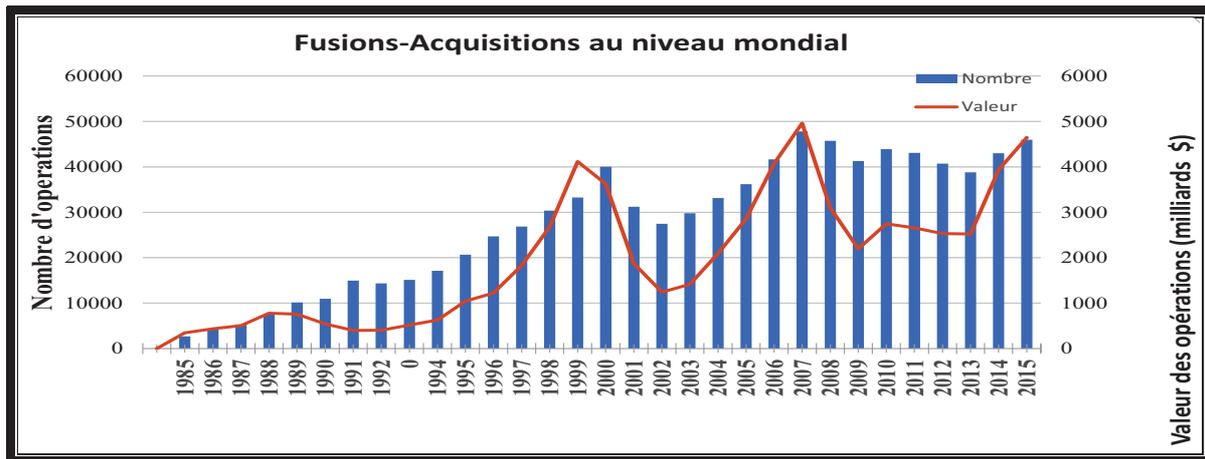


Figure 15. Evolution des F&A au niveau mondial depuis 1985 adapté de «*IMAA*»

1.5.3 Aux Etats Unis d'Amérique

Sur le marché nord-américain, les données en rapport avec des F&A sont disponibles et permettent d'établir une traçabilité depuis la fin du XIX^e Siècle. Dans le présent travail, nous présentons donc un résumé des six plus importantes vagues de l'histoire de ce pays, telles qu'elles ont été présentée par Meier and Schier (2012). Ainsi, sur ce marché, la première vague connue s'est réalisée vers les années 1895-1903 et correspond à un mouvement de concentration important et à une volonté de création de monopole. (Exemple : création de Du pont Eastman Kodak, US Steel, etc.). Vers les années 1920-1929, il y eu une vague qui correspondait au boom économique de l'après 1^e Guerre Mondiale pour l'économie américaine et la structuration des nouvelles industries liées à l'électricité et à l'automobile.

La vague observée entre les années 1960 et 1973 correspond au développement des nouvelles théories managériales prônant la diversification comme moyen de gestion du risque et l'arrivée à maturité d'entreprises ayant bénéficié d'une forte croissance et possédant généralement une trésorerie disponible abondante.

Depuis l'année 1978 jusqu'en 1989, la vague représente une forme de « recentrage »: cette vague constitue en quelque sorte le symétrique de la vague précédente et représente une forme de « recentrage » de certaines entreprises suite à l'impact économique du choc pétrolier de 1973 et par le développement de théories financières qui remettent en cause la pertinence économique de la diversification. Le développement des nouvelles TIC³² vers les années 1993-

³² Technologies de l'information et de la communication

2000 a également influencé l'existence d'une autre vague caractérisée par l'explosion des montants engagés dans les F&A (5 842 milliards de \$ entre 1993-2000 contre seulement 1 438 milliards de \$ pour la période 1978-1989).

La dernière vague (2004-2007) : a été influencée par des taux d'intérêt trop bas et par une forte activité des opérations de «Private Equity³³».

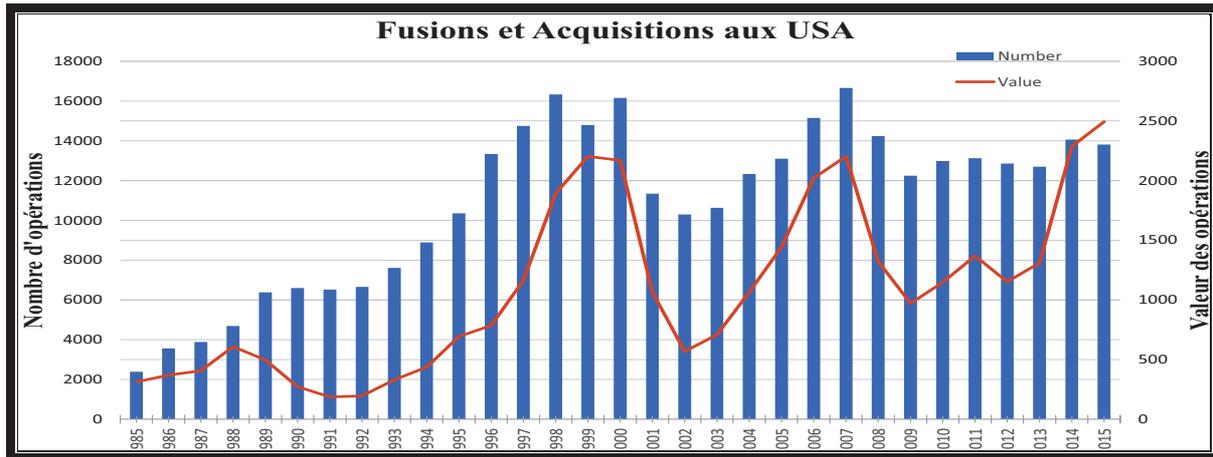


Figure 16. Evolution des F&A aux USA depuis 1985-2015 adapté de « IMAA »

1.5.4 En France

Les données disponibles laissent penser que les F&A se sont développées un peu tardivement en France vers les années 1960. Selon Derhy (1995) et Derouiche Borgi (2008), l'analyse du marché français des F&A est complexe à cause de l'absence d'un véritable recensement d'opérations de F&A. Ce n'est qu'à partir de l'année 1983 que nous disposons des données exhaustives sur ces transactions publiées par le rapport annuel deals. L'insuffisance de données en la matière a jusqu'à présent empêché les économistes et les financiers de vérifier si le marché des F&A obéissait aux mêmes règles que ceux des autres pays. Ainsi, les informations disponibles ne permettent de présenter l'évolution des vagues de F&A qu'à partir des années 60 (Derhy, 1995; Meier and Schier, 2012).

³³ Le terme « *private equity* » correspond ici, à la reprise d'entreprises non cotées par des fonds d'investissement levant des fonds propres auprès d'investisseurs puis utilisant de manière intensive l'effet de levier par un endettement massif dédié à des programmes complets d'acquisitions.

En effet, les transactions de F&A réalisées dans la première vague connue en France (1960-1965) sont propulsées par la signature du traité de Rome et sa mise en pratique qui a provoqué la réduction progressive des droits de douane aux Etats membres. A cette époque, 164 opérations pour un montant moyen annuel d'environ 4,8 milliards de Francs ont été enregistrées. Entre 1966 et 1972, les opérations réalisées étaient liées aux modifications relatives au droit des sociétés et à la politique de création de champions nationaux.

Les opérations réalisées à cette période étaient franco-françaises et visaient à la consolidation d'activités sur le marché intérieur en vue d'une politique plus agressive tournée vers l'Europe dans un second temps. 1515 opérations ont été réalisées pour une valeur nette globale des actifs transférés de 103,56 milliards de francs. Comme aux USA, la période 1973-1985 se caractérise par une baisse d'activités puis de stagnation, due en partie à l'impact des deux chocs pétroliers. En moyenne, seulement 157 opérations ont été réalisées.

A partir de l'année 1985 jusqu'en 1992, les politiques de dérèglementation, de modernisation des marchés financiers, l'accélération des politiques de recentrage, les privatisations des années 1986-1988 constituent les facteurs qui ont influencés l'évolution spectaculaire des F&A durant cette période. Depuis 1986, le nombre d'opérations a atteint 8147, pour une valeur globale de 548,24 milliards de francs. La période 1990-1995 a été caractérisée par une forte baisse, puis une stagnation, les deux liées essentiellement à la crise économique du début des années 1990.

La France a connu une courte vague importante des F&A entre 1995 et 2000 à cause de la chute des valeurs internet constatée après l'année 2000 qui a entraîné une baisse importante de l'activité des F&A. Cependant, la période de taux d'intérêt bas favorise à partir de 2004 mais surtout en 2006 et 2007, une forte activité des F&A en France (356 milliards de \$ sur les deux années). La figure 17, nous permet de suivre l'évolution des F&A en chiffre et en nombre en France depuis seulement l'année 1991.

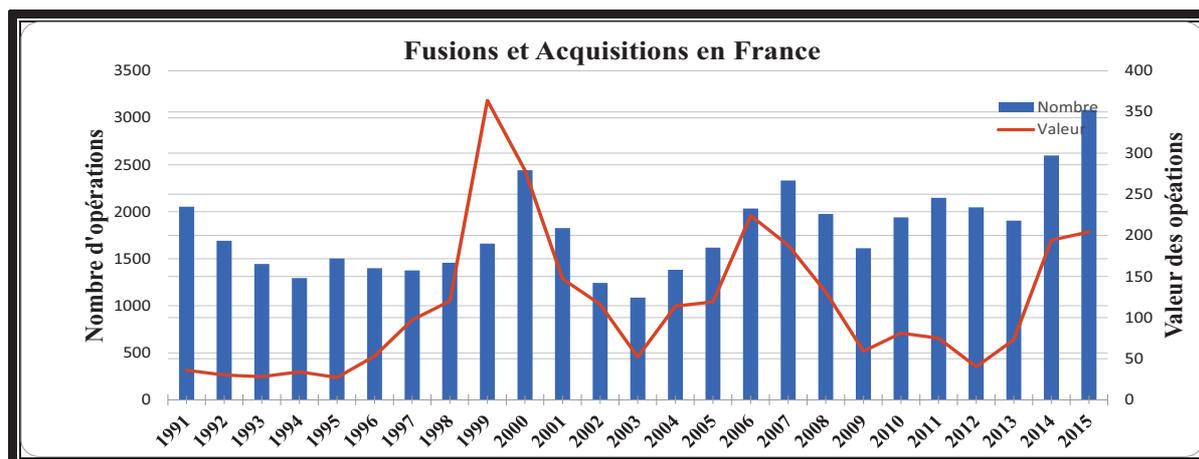


Figure 17. Evolution des F&A en France depuis 1991 adapté de « IMAA ».

Section 4. Les motivations à la base des fusions-acquisitions

Dans la partie précédente, nous avons présenté l'évolution soutenue des opérations de F&A depuis plusieurs années. Alors, il serait intéressant de se demander pourquoi et comment les entreprises s'impliquent-elles dans ces opérations ? Autrement dit, quels sont les motivations des actionnaires et dirigeants pour le choix de ce mode de croissance externe ? Plusieurs explications sont apportées par la littérature et elles diffèrent d'un auteur à l'autre.

Selon Devos et al. (2009), les motivations qui influencent les dirigeants à réaliser une F&A seraient le recours aux avantages fiscaux et l'accroissement du pouvoir de marché. Pour (Hoberg and Phillips, 2010), la raison principale qui influence la mise en œuvre d'une F&A serait la réalisation des synergies. Sur ce sujet, Meier and Schier (2012) font un classement des synergies en trois catégories qui sont les suivantes :

- Les synergies des coûts liées aux effets de volume : celles-ci, correspondent à une diminution du coût moyen unitaire de production des unités produites (économies d'échelle) ;
- Les synergies des coûts liées au partage des ressources : celles-ci correspondent au regroupement et à l'utilisation optimale des ressources disponibles au sein des entités en fusion, ce qui est le cas lors d'une F&A horizontale ;
- Les synergies de croissance : dans ce cas, le but est de chercher les complémentarités des ressources disponibles au niveau des firmes, c'est le cas par exemple de l'acquisition

d'*Uniroyal* par Michelin aux USA en 1990, dont l'objectif, pour Michelin, était de profiter du réseau de distribution des pneus déjà mis en place par d'*Uniroyal* aux Etats Unis.

De multiples explications existent même si, en faisant une synthèse, on remarque l'existence de plusieurs points communs entre elles. Ainsi, pour certains spécialistes, le choix d'une croissance externe par fusions-acquisitions à deux objectifs (Ceddaha, 2014) :

- mener une opération offensive : c'est-à-dire que certaines entreprises se lancent dans les F&A pour développer son pouvoir de marché, ou pénétrer un nouveau marché (synergie de croissance), prendre possession d'un savoir-faire (synergies managériales), d'une technologie ou d'un actif spécifique ou ;
- mener une opération défensive : c'est-à-dire que l'entreprise achète un concurrent gênant pour l'éliminer de la compétition ou empêcher un autre acteur de l'acheter à sa place, consolider une position fragilisée dans un secteur arrivé à maturité, ou pour protéger le contrôle d'une ressource essentielle dans la chaîne de valeur et/ou tout simplement renforcer les barrières à l'entrée (Porter, 1986).

Par ailleurs, les théories des organisations nous offrent de riches explications permettant de mieux comprendre et de compléter les observations faites par des chercheurs concernant les motifs qui influencent l'implication dans une opération de F&A. Nous présentons ci-dessous quelques théories qui nous semblent les plus pertinentes.

1. Les théories explicatives des fusions et acquisitions

1.1 Théorie de la contingence

Cette théorie fait partie de l'école de la contingence (1960-1980). Selon les théoriciens de cette école, il n'existe ni une voie unique à suivre pour une organisation (*One Best Way*), ni une structure modèle pour toute organisation comme l'affirmaient les théoriciens de l'école classique. Ainsi, une structure est reliée aux facteurs dits, contingents (technologie-structure-stratégie). L'organisation est désormais conçue comme un système ouvert qui met en accord l'organisation avec son milieu (Burns et Stalker, 1961). Ces théoriciens ont constaté que l'entreprise choisit une structure en fonction du degré de stabilité de son environnement.

En effet, à travers cette théorie, on comprend que le statu quo n'est plus possible, c'est-à-dire que les comportements d'une firme à l'égard des opérations de F&A (implication ou pas) dépendent de la structure de son environnement comme par exemple, le degré d'intensité concurrentielle du secteur, des diverses réglementations mises en place au niveau national ou mondial (par exemple, la mise application du traité de Rome a influencé les F&A à cause de la diminution progressive des droits de douanes), etc.

1.2 Théorie de la rationalité limitée

Cette théorie se retrouve dans l'école de la prise de décision et a été développée par Herbert Alexander Simon dans son livre intitulé *Administrative Behavior* (Simon, 1965). Il s'agit d'une théorie de prise de décision fondée sur le principe de la rationalité limitée. C'est ainsi que, selon ce théoricien, la rationalité de l'individu est imparfaite et donc limitée. Les décideurs prennent des décisions sur la base de fausses informations car leurs capacités à analyser ces informations sont limitées. En conséquence, des décisions prises ne sont pas toujours parfaites. Après avoir mené plusieurs études empiriques, il constate que les décisions sont prises sous la pression de l'environnement organisationnel, et que, si ces décisions prises sont satisfaisantes, elles ne sont pas optimales. Par exemple, en 2007, la commission européenne a autorisé la fusion des groupes de voyage allemand *TUI* et *first choice*, à condition que TUI cède sa filiale irlandaise opérant sous la marque *Budget Travel*³⁴. Cette théorie est intéressante car elle permet de comprendre comment certains managers ou dirigeants décident de se lancer dans des F&A précipitamment avec peu d'informations (rationalité limitée), par exemple en pleine vague, ce qui pourrait expliquer pourquoi certaines opérations de F&A échouent.

1.3 La théorie des coûts de transaction.

La théorie des coûts de transaction apparaît pour la première fois dans l'article de Ronald Coase paru en 1937 sous le titre de « *The nature of the firm* », mais c'est Oliver Eaton Williamson qui est considéré comme le père fondateur de cette théorie. Cette dernière intègre et complète le principe de la rationalité limitée développé par Simon en 1947. Coase (1937) suggère que toute transaction économique engendre des coûts liés à sa réalisation sur le marché.

³⁴<http://www.quotidiendutourisme.com/site/production-first-choice-tui-decroche-le-feu-vert-de-l-ue-mais-doit-ceder-budget-travel-22703.html>

Selon Dahlman (1979), ces coûts sont de trois types : les coûts liés à la recherche d'informations (exemple : rechercher les bons prix), les coûts propres au contrat (exemple : négociation et conclusion d'un contrat, recherche des partenaires..) et les coûts liés à l'incertitude notamment dans le cas des transactions internationales. Pour Coase, le recours au marché n'est pas gratuit et propose aux firmes de limiter ces coûts par l'internalisation de leurs productions. Williamson (1975), quant à lui, aborde l'idée des coûts de transaction à deux niveaux : d'une part, sur le comportement économique des agents, et, d'autre part, sur l'environnement de la transaction.

Par rapport au comportement économique des agents, il propose deux éléments : premièrement, le fait que les agents disposent d'une rationalité limitée, ce qui les pousse à prendre des décisions qui leur paraissent satisfaisantes mais pas optimales dans le sens économique du terme ; deuxièmement, le fait que les agents adoptent des comportements opportunistes, c'est-à-dire qu'ils recherchent leur intérêt personnel avec une certaine ruse.

Concernant l'environnement de la transaction, il envisage également deux éléments : d'une part, le fait que l'environnement est une donnée complexe et incertaine, ce qui conduit les agents à se mouvoir dans un contexte où ils doivent prendre des risques et où ils ne peuvent pas tout savoir ; d'autre part, la prise en compte des caractéristiques de la transaction qui renvoient à la fréquence et à la spécificité des actifs de ces transactions. Williamson distingue alors la « hiérarchie » qui, pour lui, est un moyen d'économiser sur les transactions coûteuses. Il propose d'autres alternatives comme le recours à la sous-traitance, à la franchise, à la joint-venture, etc.

En effet, cette théorie nous renvoie à la logique des synergies abordée ci-avant. On peut supposer qu'une firme se lance dans les opérations de F&A pour minimiser des coûts mais, en même temps, cette opération de F&A engendre des coûts liés à sa réalisation (phase de négociation et d'intégration, etc.). Le problème qui se pose alors est de savoir si les dirigeants des firmes dont la rationalité est limitée sont capables d'établir des contrats de F&A parfaits qui permettent aux entreprises de réduire leurs coûts ?

1.4 Les asymétries d'information

On parle d'asymétrie informationnelle lors d'un échange quand une partie des acteurs dispose d'informations essentielles que l'autre n'a pas. Dans le contexte d'une F&A, l'hypothèse est que les dirigeants de l'entreprise initiatrice détiennent des informations stratégiques sur l'entreprise cible, par exemple sa valeur intrinsèque, ce qui fait que les dirigeants de l'entreprise initiatrice laissent penser que la cible est sous-évaluée. Cette information va influencer l'implication de leur entreprise dans les opérations de F&A pour exploiter cette opportunité le plus rapidement possible.

1.5 Etude du comportement managérial

La théorie du comportement managérial au sein des firmes a été développée dans les travaux de Berle et Means en 1933, sous le titre de « *Modern corporation and private property* ». Ces auteurs se sont intéressés à la séparation de la propriété et du contrôle d'entreprise suite à l'apparition de grandes entreprises et du développement de la société par actions. Ainsi, les dirigeants des firmes auraient tendance à maximiser leur propre utilité par la recherche de la croissance et à accroître la taille de l'entreprise plutôt que de chercher à optimiser sa rentabilité.

Dans le contexte d'une F&A, certains dirigeants de l'entreprise acquéreuse seraient alors simplement motivés par la taille de la nouvelle entité dans le but de bénéficier de divers avantages qui correspondent à cet élargissement de l'entreprise (par exemple salaires et primes) plutôt que de focaliser l'attention sur les facteurs qui contribueraient à l'amélioration de la rentabilité future de la nouvelle entreprise. Cette théorie permet de comprendre certaines divergences qui existent entre les dirigeants et les actionnaires des firmes, ces divergences qui peuvent d'ailleurs pousser les actionnaires à l'option d'une F&A hostile.

1.6 Théorie des coûts d'agence

Cette théorie a été développée par Jensen et Meckling (1976). Une relation d'agence existe lorsqu'un mandant/principal (les actionnaires) mandate un agent (le dirigeant) pour gérer ses intérêts, sans avoir la possibilité d'observer les efforts réels déployés par le dirigeant. Selon ces auteurs, le problème survient lorsque les dirigeants détiennent une petite fraction du capital,

ce qui les pousse à viser leurs propres intérêts au détriment des intérêts des actionnaires. Alors, dans ces conditions, deux cas de figures se présentent :

- a) D'une part le principal mettra en place un système qui poussera l'agent à réaliser l'action tout en dévoilant la totalité des informations,
- b) D'autre part l'agent voudra garder le pouvoir décisionnel qu'il peut tirer notamment de ses informations. Ces deux cas de figure impliquent des coûts d'agence et à cela s'ajoute les coûts liés à l'utilisation sous-optimale des ressources.

En effet, les opérations de F&A peuvent être considérées comme une arme puissante de dissuasion pour les actionnaires en vue de minimiser les coûts d'agence en exerçant une pression sur les dirigeants qui, en cas de non réalisation des objectifs fixés par les actionnaires risquent de voir l'entreprise rachetée à travers une F&A hostile. Les dirigeants à leur tour peuvent développer des mécanismes de défense en adoptant la stratégie d'enracinement. Cette théorie a été développée par Morck et al. (1988) et consiste, pour les dirigeants, à valoriser (pour leur compte) leur présence au sein de la firme en rendant coûteuse leur révocation et en réduisant leur risque de remplacement. Par exemple, ils peuvent prendre des engagements (investissement spécifiques) indexés à leur savoir-faire et compétences. D'ailleurs, les auteurs Shleifer et Summers (1988) présentent deux types de motivations des managers dans le contexte d'une F&A :

a) Les ambitions personnelles :

Indépendamment de leur pertinence financière ou économique, les F&A peuvent satisfaire les ambitions personnelles des dirigeants de trois manières :

- La rémunération des dirigeants peut être liée à des objectifs de croissance à court terme ou de valorisation boursière qui seront plus facilement atteints au moyen d'une opération d'acquisition spectaculaire qu'avec une croissance interne plus lente et moins visible (par exemple, l'ancien dirigeant d'Alstom avait une clause dans son contrat qui lui permettait de toucher environ quatre millions d'euros pour avoir vendu les activités d'énergie au géant américain *General Electric*)³⁵

³⁵<http://www.franceinfo.fr/actu/economie/article/les-actionnaires-d-alstom-votent-contre-la-remuneration-de-l-ancien-pdg-803477>

- Une vaste opération de F&A ne manquera pas d'attirer l'attention des médias, ce qui permettra d'accroître significativement la notoriété des dirigeants et flattera leur ego;
- Les acquisitions sont l'occasion de donner à des collègues et à des proches des responsabilités accrues, ce qui aide à renforcer leur loyauté. De plus, grâce aux perturbations qu'elles provoquent et à l'attention qu'elles suscitent, une fusion ou une acquisition peut permettre à une équipe dirigeante de masquer temporairement des difficultés de gestion ou une carence stratégique. Réciproquement, les dirigeants de la cible peuvent s'opposer à une acquisition hostile afin de préserver leur poste, en dépit du prix proposé à leurs actionnaires ;

b) Les effets de modes :

Face à la globalisation des marchés et de la concurrence, les entreprises sont contraintes de réviser leurs stratégies de développement international (Colovic and Mayrhofer, 2008; Hertrich and Mayrhofer, 2006) et national pour certaines. Ainsi les fusions et acquisitions surviennent par vagues. Par conséquent, en période d'euphorie, les dirigeants peuvent être soumis à trois types de pressions :

1. Lorsque les F&A sont nombreuses, les analystes financiers et les médias économiques risquent de critiquer les entreprises prudentes, en leur reprochant leur conservatisme ;
2. Les actionnaires peuvent craindre que leur entreprise laisse des opportunités à la concurrence ;
3. Les salariés peuvent s'inquiéter que l'entreprise soit elle-même rachetée si elle ne se lance pas la première dans l'acquisition des concurrents.

Trautwein (1990) a fait un regroupement des théories qui expliquent les opérations de F&A en sept catégories tout en les reliant avec la nature des gains attendus.

Ces théories sont présentées dans le tableau 3 ci-dessous :

Fusions : un choix rationnel "Merger as rational choice"	Les fusions profitent aux actionnaires de l'acquéreur "Merger benefits bidder's shareholders"	Gains nets liés aux synergies "Net gains through synergis"	Théorie de l'efficience "Efficiency theory"
		Transferts des richesses via des consommateurs "Wealth transfers from customers"	Théorie du monopole "Monopoly theory"
		Tansferts des richesses via des actionnaires de la cible "Wealth transfers from target's shareholders"	Théorie des transferts "Raider theory"
		Gains nets liés à l'accès à l'information privée "Net gains through private information"	Théorie de l'évaluation "valuation theory"
	Les fusions profitent aux dirigeants "Merger benefits managers"		Théorie de la construction d'empire "Empire building theory"
Fusions : résultat du processus "merger as process outcome"			Théorie des processus "Process theory"
Fusions : phénomène macroéconomique "Merger as macroeconomic phenomenon"			Théorie du chaos "Disturbance theory"

Tableau 3. Théories des motivations des fusions-adapté de Trautwein (1990)

Section 5. La performance des fusions-acquisitions

A première vue, les chiffres concernant les opérations de fusions-acquisitions en nombre et en valeur sont impressionnants. Cependant, le débat sur les performances des entreprises post F&A reste ouvert au sein du monde académique. Plusieurs travaux empiriques réalisés sur ces opérations font état de résultats plutôt mitigés. Ainsi, malgré le taux d'échec des opérations de fusions et acquisitions estimé à 50% au niveau mondial (Meier and Schier, 2012), il apparaît important de mentionner que certaines études de cas spécifiques montrent que certains rapprochements réussissent et permettent le redressement des entreprises impliquées. Par exemple, l'entreprise Nissan qui était au bord de la faillite en 1999 avant son rapprochement avec Renault, commence à dégager des marges bénéficiaires dès l'exercice 2001 (Barmeyer and Mayrhofer, 2011).

Par ailleurs, d'autres chercheurs montrent que la majorité de ces opérations se solde par un échec dans les trois ans qui suivent les transactions (Napier, 1989). Ainsi, ces mauvaises

performances observées par certains chercheurs constituent la preuve de l'existence de deux courants de pensée qui émergent au sein du débat académique à propos des F&A, c'est-à-dire qu'une partie d'entre eux estime que les F&A permettent d'améliorer les performances, tandis que l'autre partie avance le contraire.

Ces divergences de points de vue sont généralement liées aux différences qui se situent au niveau de la méthodologie adoptée par les chercheurs généralement par rapport à la période d'étude (exemple : court terme vs long terme, le nombre d'année), aux secteurs d'activité étudiés (exemple : banques, transport aérien, restauration, technologie..), au type et à la nature de F&A (Exemple : horizontale vs verticale ; hostile vs amicale ; locales vs internationales) au marché analysé (Mondial, USA, Angleterre, France, Asie, Afrique, Europe), à la source des données (Thomson one banker, international merger year book, acquisitions magazine, SDC Platinum, les marchés financiers, etc) et à la taille de l'échantillon.

En effet, dans ces conditions, il est difficile de s'imaginer que les chercheurs aient trouvés un terrain d'entente sur une mesure (plus ou moins consensuelle) de la performance d'une F&A. Néanmoins, la littérature antérieure nous permet d'identifier les approches couramment utilisées pour l'analyse et la mesure de la performance des opérations de croissance externe par F&A. Ainsi, nous retenons deux approches dans cette thèse, il s'agit de l'approche comptable et l'approche financière ou boursière (Meier et Schier, 2012). Par conséquent, nous excluons toutes les approches qualitatives utilisées par d'autres chercheurs (Ismail et al., 2011) pour mesurer la performance d'une F&A.

Sur la base de notre modèle de recherche et en fonction de ces deux approches retenues, nous considérons que les effets des fusions-acquisitions sur la performance peuvent être examinés en considérant : leur impact (1) opérationnel, (2) leur impact sur la performance comptable, et (3) sur la performance financière (*market-based performance*).

Dans cette section, il s'agira de présenter globalement les principaux résultats trouvés dans littérature sans pourtant donner trop d'importance à ces divergences qui existent au niveau méthodologique mais plutôt en focalisant l'attention sur les articles qui sont en rapport avec notre travail, c'est-à-dire globalement, les articles qui traitent les trois concepts clés de notre recherche.

1. Impact opérationnel

Une fusion-acquisition peut avoir des effets directs sur les performances d'une entreprise, il s'agit par exemple de la réaction immédiate des marchés financiers suite à l'annonce des F&A. Par ailleurs, nous considérons qu'une F&A peut également exercer une influence sur d'autres facteurs liés aux opérations quotidiennes d'une entreprise. Dans le présent modèle, il s'agit des effets qu'une F&A peut exercer sur les salariés, et par conséquent, sur la productivité et sur la qualité des services offerts aux clients.

Dans le domaine de la GRH et en psychologie, les chercheurs se sont suffisamment intéressés aux effets des fusions acquisitions sur les salariés. Ainsi, pour certains, les F&A affectent négativement l'emploi car elles provoquent la suppression d'un grand nombre de postes suivie de licenciements.

Buono et Bowditch (2003) considèrent que pendant la F&A, l'attention est focalisée sur les aspects légaux, stratégiques et financiers tout en délaissant la facette humaine. On peut dire que dans le contexte d'une F&A, les salariés se retrouvent impuissants dans le viseur des actionnaires et dirigeants qui les considèrent comme un portefeuille intéressant et facilement manipulable pour une éventuelle réduction immédiate des coûts.

Les F&A hostiles sont considérées comme les moins tolérantes en termes de suppression d'emplois. Shleifer et Summers (1988) estiment que les actionnaires (*shareholders*) développent des comportements opportunistes et abusent de la confiance qui existait entre eux et d'autres parties prenantes (*stakeholders*) car, à travers les opérations hostiles, les actionnaires transfèrent des richesses venant des autres parties prenantes vers leur propre compte au lieu de créer de la valeur (*to create wealth*). D'ailleurs, Bhagat et al. (1990) soulignent que les gains réalisés sur les licenciements de salariés lors des F&A hostiles sont plus importants que ceux réalisés sur les baisses des taxes réalisées par la nouvelle entité.

Toutefois, Conyon et al. (2001) dans leurs travaux menés sur base de 536 entreprises impliquées dans 721 opérations de F&A, montrent que les deux types de F&A (hostiles et amicales) exercent un effet négatif et immédiat sur la capacité d'embauche des entreprises (*labor demand*) qui correspond à environ une baisse de 7.5%. Ils observent néanmoins que le nombre des licenciements est plus important dans le cas des F&A hostiles.

Dans la littérature, on remarque que les effets des F&A sur les salariés sont hétérogènes selon que l'on s'intéresse à un facteur plutôt qu'à un autre (un marché, un secteur d'activité, etc.). Par exemple, Gugler et Yurtoglu (2004) montrent que les opérations de F&A ne provoquent pas de licenciement sur le marché nord-américain tandis qu'ils observent une diminution moyenne de 10% des effectifs suite aux F&A en Europe par rapport à la période d'avant la F&A. La raison avancée par ces auteurs serait le fait que la réglementation en matière d'emploi est rigide en Europe, ce qui rend complexes les procédures de licenciement.

Au Japon, sur la base de 111 opérations de F&A de 1990 à 2003, les chercheurs (Kubo and Saito, 2012) observent une diminution de 4.5% de l'effectif des salariés quatre ans après la F&A. Néanmoins, les salariés qui restent dans l'entreprise bénéficient d'une augmentation de 5.46% par personne sur leurs rémunérations. Certains travaux s'intéressent à l'aspect local ou international d'une F&A. Ainsi, les F&A internationales dans le secteur manufacturier semblent provoquer plus de licenciements par rapport aux F&A locales (Lehto and Böckerman, 2008a).

Du point de vue mental (moral ou motivation du personnel), la littérature montre qu'une F&A crée une rupture au sein d'une partie des salariés parce qu'il s'agit d'un événement qu'ils ne contrôlent pas et qui crée un sentiment d'incertitude par rapport à leur avenir dans l'entreprise (Appelbaum et al., 2000). Les restructurations réalisées suite à une F&A peuvent provoquer des conflits entre salariés, des ambiguïtés au niveau des tâches à accomplir et des surmenages, or ces facteurs sont considérés comme des sources potentielles de stress au travail (House and Rizzo, 1972; Kahn et al., 1964; La Rocco and Jones, 1978). D'ailleurs, on peut lire dans certains travaux en psychologie que les F&A provoquent une augmentation du niveau de stress au sein des salariés (Shaw et al., 1993).

En Espagne dans le secteur bancaire, de 1896 à 2004, les chercheurs Bernad et al. (2010) observent une amélioration de la productivité suite aux F&A seulement dans 50% des cas analysés. Toutefois, Cornett and Tehranian (1992) sur la base d'un échantillon de 30 banques, montrent que les opérations de F&A ont permis d'améliorer la productivité des salariés.

1.1 Stress, licenciements et performance de l'entreprise

Le problème qui se pose ici est de savoir dans quelle mesure le fait de licencier une partie des salariés affecte la performance d'une entreprise ? Est-ce que cela ne serait peut-être pas bénéfique/rentable pour l'entreprise qui, grâce à la suppression de postes moins utiles parvient à réorganiser le travail en vue de faire le redéploiement des effectifs de manière optimale ?

Les auteurs Moran et al (2005) observent les effets négatifs d'une F&A sur les salariés mais ne trouvent pas de lien entre ces effets et la performance de l'entreprise. Cependant, d'autres recherches montrent que les conflits entre salariés lors d'une F&A augmentent le niveau stress et affectent négativement les performances de l'entreprise (Very et al., 1996), empêchent la réalisation des synergies (Larsson and Finkelstein, 1999).

Auteurs	Pays/ Continents	Données	Principaux résultats
Siegel and Simons (2010)	Suède	36.398.617 salariés (1985 -1998)	Baisse du nombre des salariés Amélioration des compétences des salariés qui restent après la F&A
Yeh and Hoshino (2002)	Japon	86 opérations de F&A (1970-1994)	Les F&A affectent négativement la performance des entreprises japonaises Détérioration des relations entre salariés
Gugler and Yurtoglu (2004)	Europe/USA	646 opérations de F&A (1981- 1998)	Les F&A n'ont pas d'effets significatifs sur le marché de l'emploi aux USA Baisse de 10% de l'emploi Les F&A horizontales provoquent plus de licenciement par rapport aux verticales Les opérations hostiles exercent plus d'effets négatifs sur l'emploi que les F&A amicales.
Conyon et al. (2001b)	Royaume- Unis	442 opérations de F&A (1967 – 1996)	Le niveau d'emploi baisse de 19% après les F&A horizontales Les F&A hostiles provoquent 2 fois plus de licenciements Une F&A permet l'utilisation optimale des salariés
Krishnan and Park (2002)	USA	60 opérations de F&A	La réduction du nombre de salariés impacte négativement la performance d'une entreprise après F&A Les licenciements à grande échelle des salariés de l'entreprise acquise constituent une perte de personnels compétents et cela affecte négativement la performance de l'entreprise après la F&A
Barmeyer and Mayrhofer, (2008)	France Allemagne Espagne	3 études de cas	L'approche du management interculturel permet de résoudre les conflits post acquisition

Hitt et al. (1990)	Revue de la littérature	Lors d'une F&A, les managers sont très occupés par les activités complexes liées à ces transactions (exemple : la gestion de la taille qui augmente, l'endettement, etc) et par conséquent, les managers sont moins impliqués ou leur niveau d'attachement aux activités d'innovation est faible.
Moran et al. (2005)	Revue de la littérature	Les F&A affectent négativement les salariés à travers le stress, l'incertitude par rapport à leur avenir, etc. Difficile de tirer la conclusion selon laquelle les effets négatifs des F&A sur les salariés impactent négativement la performance d'une entreprise
Siegel et al. (2008)	Suède Les données combinées relatives aux employeurs et salariés suédois. Plus de 19 000 entreprises suédoises (36 millions d'observations) (1985 – 1999)	La productivité du personnel s'améliore lors qu'une F&A est verticale ou lorsqu'une partie de l'entreprise est acquise ou vendue

Auteurs (suite)	Pays/ Continents	Données	Principaux résultats
Kubo and Saito (2012)	Japan	111 opérations de F&A (1990 – 2003)	<p>Le nombre de salariés baisse de 4,45% trois ans après la fusion</p> <p>Les F&A horizontales provoquent plus de suppression d'emplois.</p> <p>Augmentation des salaires pour les salariés qui restent après la fusion</p> <p>Les conditions de travail s'améliorent pour les salariés qui restent après la F&A</p>
Conyon et al. (2002)	Royaume-Unis	433 opérations de F&A (1983 – 1996)	<p>Les F&A amicales et hostiles exercent un impact négatif immédiat sur l'emploi d'environ 7,5%, par conséquent, pas de différence entre les deux</p> <p>Les suppressions d'emploi plus remarquables lors des opérations hostiles</p>

Lehto and Böckerman (2008b)	Finland	7923 opérations de F&A (1989 – 2003)	<p>Les F&A internationales provoquent plus la suppression d'emploi dans le domaine de l'industrie manufacturière</p> <p>Les opérations locales, dont l'acquéreur est locale également, affectent négativement l'emploi dans tous les secteurs</p>
Sarala (2010)	Finland	118 questionnaires (réponses) pour 100 opérations de F&A	La préservation de la culture organisationnelle (style de vie de l'entreprise) et les différences des cultures organisationnelles influencent les conflits post acquisitions

Tableau 4. Synthèse de quelques recherches sur les effets des fusions et acquisitions dans le domaine de la GRH.

2. L'intégration et la performance

L'intégration est définie comme étant la mise en place de changements au niveau de la configuration technique, administrative et culturelle des organisations combinées afin de faciliter leur consolidation dans un fonctionnement global (Pablo, 1994). L'intégration est une étape très importante et complexe lors d'une F&A. De l'extérieur, on peut penser qu'une fois le contrat de F&A signé le fonctionnement des entreprises impliquées se déroule normalement. Or, la mise en commun de deux entreprises implique des modifications majeures pour qu'il y ait de l'harmonie au sein de la nouvelle organisation. Ainsi, Shrivastava (1986) propose trois phases d'intégration présentées dans le tableau 5 ci-dessous.

Les phases d'intégration	Les fonctions de l'intégration post fusion		
	Coordination	Contrôle	Résolution des conflits
Procédurale	Concevoir des systèmes comptables et des procédures	Concevoir un système de contrôle de gestion	Supprimer les règles et les procédures contradictoires ; Rationaliser les systèmes
Physique	Encourager le partage des ressources	Mesurer et gérer la productivité des ressources	Allouer des ressources ; Redéployer des actifs
Socio-culturelle et managériale	Etablir des rôles intégrateur ;	Concevoir un système de récompense ;	Stabiliser le partage du pouvoir
	Changer la structure de l'organisation	Désigner les responsabilités et l'autorité	

Tableau 5. Les phases d'intégration-adapté de Shrivastava (1986).

La gestion de l'intégration est souvent assurée par une équipe ad hoc. Il s'agit d'un système temporaire qui dure généralement trois à six mois mais qui peut être prolongé à un an. Sa mission principale est la coordination pendant la mise en œuvre des changements au sein de l'entreprise (Marks et Mirvis, 2001).

En effet, l'intégration post F&A semble jouer un rôle important sur la performance d'une fusion et acquisition. Selon Derouiche Borgi (2008), la rapidité de l'intégration empêche l'installation des rumeurs et réduit le sentiment d'inquiétude et d'incertitude éprouvé par les

employés de la cible, évitant ainsi leurs résistances aux changements. Dans le même ordre d'idée, Angwin (2004) souligne que la vitesse de l'intégration atténue l'anxiété et le traumatisme en réduisant le laps de temps pendant lesquels les salariés sont contraints de faire face aux effets destructeurs de l'incertitude et des rumeurs.

Dans le cas des phases d'intégration lentes, les employés, incapables de comprendre le scénario, atteignent des niveaux d'incertitude et d'angoisse pénibles et douloureux. Au fil du temps, l'angoisse croît et l'hostilité s'accumule (Feldman et al., 2000). D'autres chercheurs observent des problèmes liés aux différences de cultures des salariés lors d'une F&A, par conséquent, ces différences provoquent des conflits qui peuvent affecter négativement les performances financières de l'entreprise lors d'une F&A (Chatterjee et al., 1992), et dans certains cas, ces problèmes peuvent provoquer des échecs définitifs des F&A (Shrivastava, 1986). Néanmoins, il n'y a pas de consensus concernant l'impact de la culture sur la performance des F&A (Teerikangas and Very, 2006). Pour conclure, nous pouvons expliquer l'impact opérationnel d'une F&A sur la base de deux points de vue :

D'une part, de nombreux travaux empiriques montrent que les F&A provoquent l'augmentation du niveau de stress au sein des salariés et le licenciement d'un grand nombre de personnes parmi le personnel des entreprises impliquées dans ces opérations.

D'autre part, les chercheurs suggèrent que la performance d'une entreprise et sa croissance dépendent de la fidélité de ses clients, la fidélité des clients résultant de la satisfaction des clients. Or, la satisfaction d'un client peut être influencée par la valeur perçue des services que lui offre l'entreprise, cette valeur étant créée par les salariés satisfaits et fidèles à leurs postes (Heskett et al., 1994). D'ailleurs, les résultats empiriques montrent que la relation entre la satisfaction des clients et leurs intentions d'acheter est deux fois plus forte lorsque les salariés sont satisfaits de leur travail (Evanschitzky et al., 2011).

Ainsi, en reliant ces deux réflexions, on peut dire que les opérations de F&A affectent négativement la productivité du personnel car ces opérations augmentent le niveau de stress des salariés, ce qui baisse leur niveau de motivation et par conséquent, la productivité baisse et ces salariés offrent un service de mauvaise qualité. Dans ces conditions, les clients ne seront pas satisfaits et finalement la performance de l'entreprise sera affectée négativement. Certains travaux s'inscrivent d'ailleurs dans cette logique. Par exemple, Krishnan and Park (2002) s'est

intéressé à soixante opérations de F&A, de 1992 à 1995. Ils montrent que la réduction du nombre de salariés au sein de la nouvelle entité affecte négativement la performance de l'entreprise.

La performance d'une entreprise peut également être affectée négativement à cause d'un taux trop élevé de défection des cadres de l'entreprise cible lors d'une F&A (Cannella and Hambrick, 1993; Krug and Hegarty, 1997). Alors, on peut imaginer que pour une entreprise dont les dirigeants ne sont pas stables, ses planifications soient mal faites, les suivis et les évaluations des activités ne soient pas cohérents et par conséquent, que la performance se détériore.

3. Performance comptable

La mesure de la performance comptable d'une F&A se situe dans l'école soutenue par les tenants de l'économie industrielle. Cette école préconise l'utilisation directe des données comptables (la mesure de la performance économique et comptable) pour mesurer la performance d'une F&A. En général, elle consiste à comparer l'évolution des indicateurs de performance opérationnelle d'une entreprise (exemple : ROA, cash-flow, taux de rentabilité économique, taux de rentabilité financière, évolution des ventes et évolutions des parts de marchés, etc.) avant et après son implication dans les F&A par rapport aux entreprises plus ou moins équivalentes opérant dans le même secteur mais qui n'ont pas été impliquées dans une opération de F&A.

Avec cette approche, les recherches montrent qu'en moyenne les performances comptables baissent après une opération de croissance externe (Ravenscraft and Scherer, 1987). Toutefois, les résultats obtenus grâce à cette approche sont à relativiser car celle-ci se heurte à des critiques sur deux points suivants :

- Ce type de mesure ne prend pas en compte le facteur risque alors que les F&A modifient le profil de risque de l'acquéreur ;
- L'utilisation de données comptables dont le périmètre peut être profondément modifié par des changements de politiques comptables (par exemple : la politique d'amortissement, la réévaluation des actifs après la fusion, etc).

Sur le plan empirique, les auteurs Healy et al. (1992), montrent que les opérations de F&A permettent d'améliorer la rentabilité des actifs des entreprises impliquées par rapport aux entreprises du secteur, ce qui leur permet de dégager un meilleur excédent brut d'exploitation (*higher operating cash-flow returns*). Ils observent également, une relation positive entre l'amélioration de l'excédent brut d'exploitation et les rentabilités anormales au moment de l'annonce des F&A.

Homburg et Bucerius (2005) montrent que les efforts fournis dans les activités marketing (ex : satisfaire et fidéliser les clients) après une F&A sont plus importants sur les performances financières de l'entreprise par rapport aux performances réalisées suite à la réduction des coûts.

Majumdar et al. (2012), sur la base de données du secteur de la communication aux Etats Unis (1988-2001), montrent que les F&A affectent négativement les performances des entreprises impliquées. Il s'agit de la baisse des cash-flows évalués à travers le ratio de la trésorerie sur l'actif immobilisé (*cash-flow/assets*). Certains auteurs (Cornett et Tehranian, 1992) constatent que les F&A ont permis aux banques d'augmenter le niveau des dépôts et l'octroi des crédits. Toujours dans le secteur bancaire, les recherches montrent que les performances des banques se sont en moyenne améliorées en Europe suite aux F&A (Altunbaş et Marqués, 2008).

Dans le domaine des transports de marchandises, Andreou et al. (2012) se sont intéressés aux 285 opérations de F&A annoncées entre 1980 et 2009. Les résultats montrent que les F&A permettent aux entreprises de profiter des gains obtenus grâce à la réalisation des synergies. Néanmoins, l'existence des synergies qui font parties des principales motivations des F&A ne fait pas l'unanimité entre les chercheurs, et pour certains d'entre eux la réalisation des synergies est moins visible et reste un concept flou (Healy et al., 1992 ; Montgomery and Wilson, 1986 ; Ravenscraft and Scherer, 1987).

En Grèce, Rezitis (2008) s'est intéressé à dix banques dont 5 impliquées dans des opérations de F&A de 1993 à 2003. Il constate que les F&A ont affecté négativement l'efficacité technologique ainsi que les facteurs de productivité de ces banques. Dans le domaine de la technologie, les travaux empiriques montrent que les opérations de croissance externe par F&A permettent d'améliorer la performance des entreprises impliquées (Hagedoorn and Duysters, 2002).

Bertrand et Zuniga (2006) montrent que les vagues de F&A des années 1990 ont fortement contribué à l'augmentation des investissements en R&D spécialement dans le secteur à forte intensité technologique (*high-technology intensive industries*). Ces mêmes auteurs montrent que ces investissements en R&D sont plus significatifs lors des opérations internationales par rapport aux F&A locales. Toutefois, on peut lire dans certains travaux que les opérations de F&A exercent une influence négative sur l'intensité en R&D (Hitt et al., 1991).

Certains chercheurs ont appréhendé le phénomène des performances des F&A sous l'angle d'une comparaison entre les opérations réalisées pendant les périodes de vagues et celles réalisées en dehors des vagues (périodes normales). Ainsi, Duchin et Schmidt (2013) montrent qu'en moyenne les performances à long terme des transactions réalisées durant la période des vagues sont mauvaises. Selon les mêmes auteurs, ces résultats s'expliquent par le fait qu'en pleine vagues de fusions et acquisitions, une pression s'exerce sur les dirigeants et par conséquent, ils prennent des décisions à la hâte dans un climat de tension et d'incertitude. Ces auteurs expliquent que durant cette période des vagues, même les prévisions faites par les analystes financiers sont moins bonnes, ce qui peut justifier la mauvaise évaluation de ces opérations.

Auteurs	Pays	Données	Principaux résultats
Akben-Selcuk et Altiok-Yilmaz (2011)	Turquie	62 entreprises (2003 – 2007)	La ROA et la ROS sont inférieure par rapport à la période pré-acquisition
Homburg and Bucerius, (2005b)	La partie germanophone de (Australie, Suisse et Allemagne)	232 opérations de F&A (1996 – 1999) Entretiens	Les efforts consentis en activités marketing influencent plus la performance de l'entreprise par rapport à la stratégie de la réduction des coûts
Lau et al. (2008)	Australie	72 entreprises (1999 - 2004)	Les indicateurs mesurés sont meilleurs après les F&A par rapport à la période pré-acquisition
Saboo and Gopi (2009)	Inde	54 opérations de F&A (2000-2007)	Les ratios de rentabilité sont meilleurs pour les fusions & acquisitions locales et négatifs pour des F&A internationales
Mantravadi and Reddy (2008)	Inde	68 opérations de F&A (1991 – 2003)	Effets varient en fonction des secteurs : effets positifs sur la performance opérationnelle dans le secteur banque et finance, effet négatif marginal dans la pharmacie et équipements électriques. Effets négatifs dans les industries chimiques et dans le secteur des produits agricoles
Pazarskis et al. (2006)	Grèce	50 entreprises cotées (1998 – 2002)	Les F&A ont eu des effets négatifs sur la rentabilité des entreprises impliquées.

Auteurs (suite)	Pays	Données	Principaux résultats
Cabanda and Pajara-Pascual (2011)	Philippines	Secteur du transport maritime (1994 – 2003)	Globalement pas d'effets positifs des F&A sur la performance des entreprises du secteur
Yeh and Hoshino (2002)	Japon	86 F&A (1970 – 1990)	Une F&A affecte négativement la productivité, la rentabilité, la croissance des ventes des entreprises
Kwoka and Pollitt (2010)	USA	305 distributeurs d'électricité (1994-2003)	Pas d'amélioration de la performance en termes de coûts
Capron (1999)	USA et Europe	253 F&A horizontales (1988 – 1992)	Le redéploiement des ressources et la cession d'une partie de l'actif fixe permet d'améliorer la performance à long terme
Bernad et al. (2010)	Espagne	17 entreprises (1986 – 2004)	Amélioration de la productivité dans 1/4 des cas analysés
Altunbaş and Marqués, (2008)	Europe	262 F&A (1992 – 2001) (207 locales et 55 internationales)	Les banques ont en moyennes amélioré leurs performances Pour les F&A internationales, on observe une relation positive entre les stratégies différentes (en termes de gestion des risques liés à l'octroi des crédits) des banques en F&A et la performance
Rezitis (2008)	Grèce	10 banques dont 5 impliquées dans les F&A (1993 – 2040)	Baisse de l'efficacité technique des banques après la F&A Effets négatifs sur les facteurs de productivité
Changqi and Ningling, (2010)	Chine	32 F&A internationales (entreprises publiques) (2000 – 2006)	La performance pré-acquisition et la proportion des actions de l'Etat influencent positivement la performance de l'acquéreur

Auteurs (suite)	Pays	Données	Principaux résultats
Korican et al. (2014)	Europe	49 F&A (2008)	Les F&A horizontales permettent d'améliorer la performance des entreprises impliquées
Ghosh (2001)	USA	315 F&A (1981 – 1995)	Les opérations d'acquisitions ne permettent pas d'améliorer la performance opérationnelle Les cash-flows augmentent dans le cas des opérations dont le paiement s'est fait en espèces vs en échange d'actions
Powell and Stark (2005)	Royaumes Unis	191 F&A (1985 – 1993)	Les opérations de F&A permettent d'améliorer la performance opérationnelle des entreprises impliquées Relation positive et significative entre le licenciement du dirigeant de la cible et la performance opérationnelle de l'entreprise
Linn and Switzer (2001)	USA	413 F&A (1967 – 1987)	Les F&A permettent d'améliorer la performance lorsque le paiement s'est fait en espèces Les types de F&A (horizontale, verticale, OPA, amicale) n'ont pas d'influence sur cette relation

Tableau 6. Synthèse de quelques recherches sur les effets des F&A sur la performance comptable.

4. Performance boursière

La performance financière d'une F&A est étudiée par les chercheurs en finance d'entreprise. Cette école préconise la mesure de la performance d'une F&A au travers de l'impact d'une F&A sur l'évolution du cours boursier des actions des entreprises impliquées, c'est-à-dire, les acquéreurs ou les cibles. Cette approche se fonde sur la théorie de l'efficience des marchés.

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 coté sur ce marchés (Fama, 1965). Dans cette école, on suppose que le marché anticipe immédiatement les effets d'une F&A dès l'annonce de l'opération et incorpore dans le prix des actions les effets attendus en termes de création de valeur pour l'actionnaire.

Les recherches analysant la performance financière se basent sur la méthode des études d'événements pour étudier les gains et les pertes associées aux fusions-acquisitions. Cette méthode permet de définir la performance d'une entreprise en termes de variations de sa valeur boursière (Hubler et Meschi, 2000). Cette variation peut être analysée à court terme ou à long terme selon l'objectif du chercheur.

Pour l'analyse à court terme (*ex-ante*), la méthode repose sur le calcul du taux de rentabilité anormal, définit comme la différence entre un taux de rentabilité observé au moment de l'annonce d'une F&A et un taux de rentabilité théorique, estimé toute chose égale par ailleurs (c'est-à-dire le taux qui aurait été attendu si l'opération n'avait pas été annoncée).

Pour une analyse à long terme, (*ex-post*) une comparaison est faite entre le taux de rentabilité composé observé avec un taux moyen calculé sur un échantillon témoin, caractérisé par des entreprises de secteurs identiques de tailles comparables et de *book-to-market ratio*³⁶ similaires (Fama et French, 1992). Selon la majorité des recherches faites dans les contextes américains et anglais, les actionnaires des entreprises-cibles bénéficient généralement de gains

³⁶ Rapport entre la valeur comptable d'une entreprise et sa valeur de marché. Un ratio faible signifie que la valeur marché de l'entreprise est plus importante que sa valeur comptable.

substantiels. L'impact sur les entreprises acquéreuses n'est pas généralisable dans la mesure où des effets positifs, négatifs voire non significatifs sont observés dans différentes études.

Sur le plan empirique, les auteurs (Shah et Arora, 2014) observent une réaction immédiate des marchés financiers aux opérations de F&A. De même, Cornett and Tehranian (1992) observent une corrélation positive entre la période d'annonce d'une F&A et la rentabilité anormale d'une action. Andrade et al. (2001), dans leurs travaux qui portent sur 4300 opérations de F&A pendant 26 ans, montrent que le taux moyen de rentabilité anormale combiné (pour les cibles et les acquéreurs) est de 1.8% sur une période de 3 jours «*three days event window*» [-1, +1], c'est-à-dire un jour avant et un jour après l'annonce d'une F&A. Ce taux de rentabilité revient à 1.9% quand on considère la période de vingt jours avant le jour de l'annonce [-20, close], ce qui laisse à penser que globalement les F&A permettent aux entreprises impliquées de créer de la valeur aux actionnaires.

Toutefois, en faisant une décomposition de ces résultats (cf. tableau 7), on constate que les actionnaires des entreprises cibles profitent plus des F&A que leurs collègues acquéreurs. Leurs taux moyens de rentabilité anormaux sont respectivement, 1.6% pour les cibles contre -0.7% [-1, +1] et 2.3% contre -3.9 [-20, close]. Ainsi, sur la base de la moyenne de la valeur marché des entreprises cibles en 1998 estimée à 230 US \$, le taux de 1.6% correspondrait aux gains de 37 millions de dollars américains (\$) dans les 3 jours au bénéfice des actionnaires des entreprises cibles (Andrade et al., 2001).

	1973-1979	1980-1989	1990-1998	1973-1998
Combiné [Cible + Acquéreur]				
[-1, +1]	1.5%	2.6%	1.4%	1.8%
[-20, Close]	0.1%	3.2%	1.6%	1.9%
Cible				
[-1, +1]	1.6%	1.6%	1.59%	1.6%
[-20, Close]	2.4%	2.3%	2.3%	2.3%
Acquéreur				
[-1, +1]	-0.3%	-0.4%	-1.0%	-0.7%
[-20, Close]	-4.5%	-3.1%	-3.1%	-3.9%
No Obs	5.98	1.226	1.864	8.688

Tableau 7. Taux de rentabilité anormaux moyen aux USA 1973-1998

Scholtens et de Wit (2004), après avoir analysé la réaction des marchés financiers européens et nord-américains dans le secteur bancaire, montrent que les F&A permettent de réaliser de faibles rentabilités anormales cumulées (*cumulative abnormal returns*) et que les banques cibles réalisent de meilleures rentabilités par rapport aux banques acquéreuses. Une comparaison des marchés faite par ces auteurs montre que les marchés financiers américains réagissent mieux que ceux de l'Europe. Cependant, Sudarsanam and Mahate (2003) montrent que ces deux marchés réagissent négativement aux F&A.

Sur le marché asiatique, les auteurs Ma et al. (2009) montrent que les marchés, en moyenne, réagissent positivement à l'annonce des opérations de F&A. Ils observent une augmentation progressive des taux de rentabilité anormaux qui vont de 0.15% [-2], à 0.32% [-1] pour atteindre 0.43% le jour de l'annonce. Ils observent également des résultats hétérogènes entre les pays au niveau des rentabilités réalisées. Ainsi, durant l'année 2000 en Chine, les F&A ont permis aux entreprises impliquées de réaliser des taux de rentabilités anormaux cumulés positifs, alors que durant la même année, les taux de rentabilité sont négatifs dans les pays comme la Thaïlande (-0.95), Taiwan (-0.88), la Corée du Sud (-0.44), Hong Kong (-1.12) et les Philippines (-0.13).

Agrawal et al. (1992) dans leurs travaux empiriques réalisés sur un échantillon tiré de *NYSE et NYSE/AMEX (1955-1987)*, montrent que les actionnaires de l'acquéreur perdent environ 10% de la valeur des actions cinq ans après l'opération de F&A. Selon Alexandridis et al. (2007) les entreprises acquéreuses réalisent des rentabilités négatives même trois ans après l'annonce de l'opération de F&A.

Dans le transport maritime de marchandises (*liner shipping*), les auteurs (Panayides and Gong, 2002) montrent que l'annonce d'une F&A influence positivement les cours des actions des entreprises impliquées. Samitas and Kenourgios (2007) observent les mêmes résultats dans le domaine similaire (*Tramp shipping*). Ces auteurs soulignent que les F&A permettent aux entreprises impliquées de renforcer leurs capacités financières pour faire face aux défis du secteur.

L'une des grandes limites des études d'événements dans le cadre des fusions-acquisitions est le fait que les variations des cours des actions dans la période entourant l'annonce d'une F&A peuvent être dues aux synergies et gains d'efficacité attendus de cette

F&A mais aussi à d'autres facteurs difficiles à isoler avec une telle méthode. Par conséquent, pour mieux apprécier les effets à long terme d'une F&A, une approche corrélacionnelle est plus efficace.

5. Le rôle modérateur du type de F&A

En principe, le rapprochement entre les firmes opérant dans le même secteur d'activité (fusion horizontale) devrait avoir plus de chances de réussite qu'une opération verticale. Toutefois, les chercheurs ne sont pas unanimes sur ce point. Capron (1999) analyse 253 opérations de F&A horizontales réalisées entre 1988-1992. Elle montre que le redéploiement des ressources et la cession d'une partie de l'actif (*asset divestiture*) lors d'une F&A horizontale contribuent à l'amélioration de la performance de l'entreprise.

Cependant, elle remarque que cela pourrait avoir des effets négatifs si ces efforts se font uniquement sur l'entreprise cible. Sur ce sujet, les chercheurs (Ravenscraft and Scherer, 1989) montrent que, dans le cas uniquement des fusions, le fait que l'opération soit de type horizontal accroît les chances d'améliorations de la performance. Toutefois, il apparaît que le fait de réaliser une opération de F&A horizontale n'est pas en soi une garantie que l'entreprise pourra réaliser des rendements supérieurs (Barney, 1988; Capron and Pistre, 2002).

Auteurs	Pays/ Continents	Données	Principaux Résultats
Andrade et al. (2001)	USA	4300 F&A (1973 – 1999)	Les F&A permettent de créer la valeur pour les actionnaires Les actionnaires de la cible profitent plus des F&A en termes de création de la valeur
Akben-Selcuk et Altiok-Yilmaz (2011)	Turquie	62 entreprises (2003 – 2007)	Les rendements anormaux sont négatifs entre 10 (avant) et 7 jours (après) l'annonce d'une F&A. Le cumul des rendements : CAR (-5,-1) & CAR (-3,-1) est négatif, c'est-à-dire qu'il y a eu une fuite de l'information.
Choi and Russell, (2004)	USA	171 entreprises dans le secteur de la construction (1980 – 2002)	Les F&A n'ont eu aucun effet sur la performance. La méthode de paiement, le timing de l'acquisition, et la taille de la transaction n'ont pas d'influence sur la performance.
Ramaswamy and Waegelein (2003)	Hong Kong	162 F&A (1975 – 1990)	Les F&A ont amélioré la performance de l'entreprise
Andreou et al. (2012)	USA	285 F&A (1980 – 2009)	L'acquéreur et la cible améliorent leurs performances. La cible profite plus des synergies que l'acquéreur. La création de la valeur est plus importante pour l'acquéreur lorsque l'opération est amicale

Auteurs (suite)	Pays/ Continents	Données	Principaux Résultats
Swaminathan et al., (2014)	USA	429 observations (1995 – 2003)	Les entreprises impliquées dans une F&A parviennent à atteindre le double objectif (satisfaire leurs clients et l'efficacité) et permettent d'améliorer leurs performances financières
Capron and Pistre, (2002)		101 F&A horizontales	L'acquéreur ne réalise pas de rendements anormaux lorsque qu'elle reçoit uniquement des ressources de la cible
Ma et al. (2009)	Asie	1477 F&A	Réalisation des Rendements anormaux positives et recommandations aux managers d'adopter le mode croissance externe par F&A
Scholtens and de Wit (2004)	Europe et USA	159 banques entre (1990 – 2000)	Les banques cibles réalisent les meilleurs rendements que les acquéreurs
Wong and Cheung (2009)	Asie	658 F&A (2000 – 2007)	Les rendements anormaux réalisés par l'acquéreur après l'annonce dépendent du type d'acquisition. L'information d'une éventuelle F&A profite aux actionnaires de l'acquéreur
Asquith and Kim, (1982)		50 entreprises (22 cibles et 28 acquéreurs) (1960 – 1978) (S&P)	Les F&A permettent aux actionnaires de la cible de réaliser des rendements positifs mais aucun autre détenteur de titres perd ou profite des F&A.

Auteurs (suite)	Pays/ Continents	Données	Principaux Résultats
Samitas and Kenourgios (2007)	USA	15 F&A dans le transport maritime des marchandises, 150 observations journalières (price close) (2000 – 2007)	L'annonce des F&A permet d'améliorer le cours de l'action des entreprises impliquées.
Agrawal et al. (1992)	USA (NYSE)	937 fusions et 227 OPA (1955 – 1987)	Les actionnaires de l'acquéreur perdent environ 10% de la valeur de leurs actions dans les 5 années qui suivent une F&A. Cette baisse n'est pas due à la taille des entreprises impliquées
Swaminathan et al. (2008)	USA	206 F&A (1990 - 2001)	Moins les stratégies marketing et les stratégies en matière de la R&D des entreprises impliquées sont identiques, la valeur s'améliore lorsque la motivation de cette opération est la diversification Lorsque ces stratégies sont identiques, la valeur se crée quand la motivation de l'opération est la consolidation
Moeller et al., 2004)	USA	12023 F&A (1980 – 2001)	Les actionnaires de l'acquéreur perdent en moyenne 25,2 millions de dollars à l'annonce L'effet taille de l'entreprise est significative, l'acquéreur de grande taille gagne 2% de points de plus par rapport à l'acquéreur de petite taille

Tableau 8. Synthèse de quelques recherches sur les effets des F&A sur la performance boursière.

Conclusion du premier chapitre

Nous sommes au bout du premier chapitre. Le but était dans un premier temps de passer en revue la littérature afin de comprendre le phénomène des fusions-acquisitions en général, et ensuite, faire une synthèse de nombreux articles qui traitent la performance des opérations de F&A. Ainsi, comme les phénomènes des F&A touchent plusieurs domaines, l'attention était uniquement focalisée sur les recherches qui cadrent avec notre modèle de recherche. Il apparaît que les effets des fusions-acquisitions sur la performance comptable ou la performance financière ou de marché restent peu concluants. L'analyse des conséquences d'une F&A montre qu'il n'existe presque pas de recherche académique analysant ses conséquences sur la satisfaction des clients. Ce qui justifie la réalisation de la présente recherche.

*CHAPITRE II : LE MODELE CONCEPTUEL ET LES HYPOTHESES DE
RECHERCHE*

Introduction

Dans ce chapitre, nous allons développer le modèle conceptuel indiquant, d'une part, les relations entre les concepts de notre recherche que sont, d'une part la F&A, la satisfaction des clients et la performance de l'entreprise, et d'autre part, l'interaction entre ces concepts et les variables modératrices sans oublier le rôle d'un certain nombre de variables de contrôle. Puis, nous développons une série d'hypothèses explicatives du rôle de la satisfaction dans la relation entre F&A et performance de l'entreprise.³⁷

1. Modèle conceptuel

La Figure 18 présente notre modèle de recherche. Les recherches en management stratégique et en finance se sont généralement intéressées aux effets directs qui existent entre les fusions/acquisitions et la performance de l'entreprise, que ce soit la performance comptable (Ghosh, 2001; Korican et al., 2014) ou boursière (Andreou et al., 2012; Ramaswamy and Waagelein, 2003).

Notre modèle tient compte de l'existence de cette relation directe entre la F&A et la performance de l'entreprise. Cependant, nous considérons que les fusions & acquisitions influencent la performance des entreprises parce qu'elles ont un effet sur le niveau de satisfaction des clients, un autre indicateur de la performance opérationnelle d'une entreprise. En d'autres termes, la satisfaction des clients constitue une variable médiatrice dans la relation qui existe entre les fusions & acquisitions et la performance de l'entreprise. Nous considérons également que l'influence d'une F&A sur la satisfaction des clients est modérée par deux groupes de variables :

- le niveau d'expérience en matière de fusions & acquisitions atteint par l'entreprise, d'une part,
- les caractéristiques du principal secteur dans lequel opèrent les entreprises impliquées dans les fusions & acquisitions d'autre part.

³⁷ Une hypothèse se définit comme une proposition provisoire qui anticipe une relation entre deux termes (concepts ou phénomène). Elle demande donc à être vérifiée et elle doit être confrontée ultérieurement à des données d'observation (Van Campenhoudt and Quivy, 2011).

Nous contrôlons également l'influence d'un certain nombre de variables susceptibles d'impacter la satisfaction des clients et la performance. Ces variables sont au niveau de l'entreprise (exemple, la taille de l'entreprise, son niveau d'endettement) et au niveau sectoriel (exemple, le degré de concentration du secteur, son intensité en R&D).

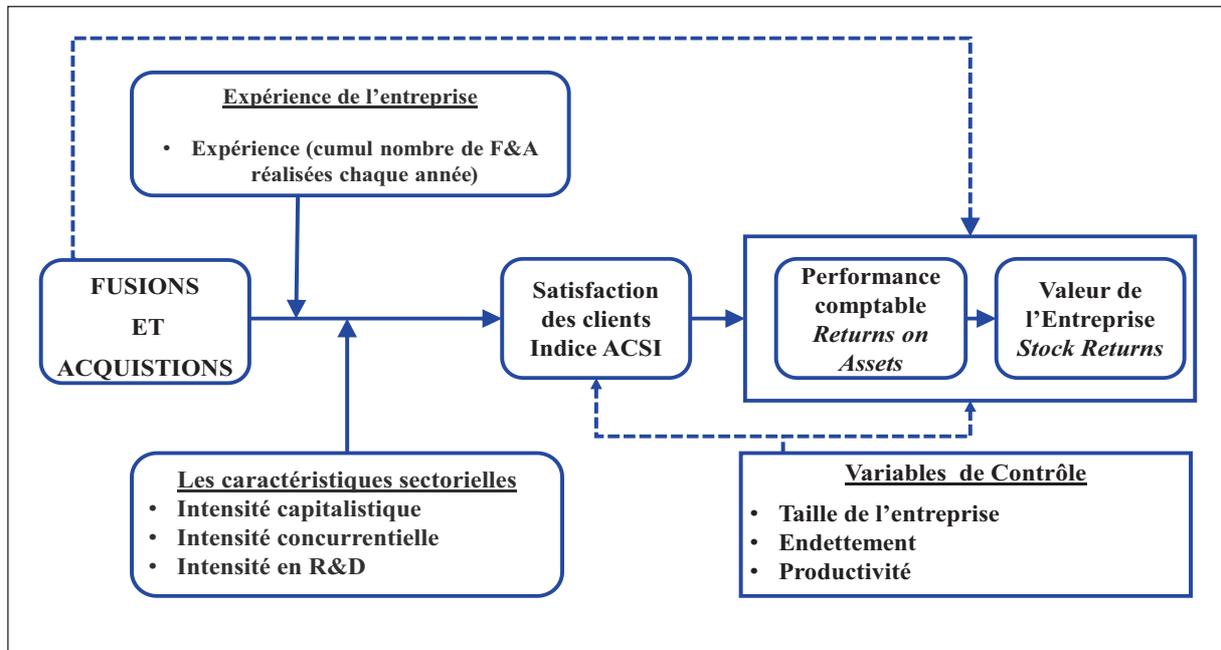


Figure 18. Le modèle conceptuel de la recherche.

1.1 Justification des concepts du modèle

Nous distinguons entre performance comptable et performance financière pour plusieurs raisons :

Premièrement, la performance comptable est directement liée à l'amélioration opérationnelle qui résulte d'une F&A alors que la performance financière ou de marché peut l'être sans qu'il y ait eu amélioration opérationnelle. En effet, le marché financier peut simplement anticiper les résultats sur la base des caractéristiques de la F&A telles que l'expérience des entreprises impliquées, les synergies attendues ou encore la nationalité des entreprises. Ainsi, une F&A peut avoir un effet positif sur la performance financière sans pourtant qu'un effet similaire soit observé au niveau de la performance comptable. Dès lors, il est important de distinguer les deux afin de mieux apprécier les effets d'une F&A.

Deuxièmement, les recherches existantes montrent que les deux types de mesures à savoir la performance comptable et la performance financière ont leurs propres limites en ce qui concerne l'appréciation des effets d'une F&A. Par conséquent, nous retiendrons les deux indicateurs de performance dans notre modèle afin de mieux apprécier les conséquences d'une F&A.

Nous considérons également que les fusions-acquisitions ont un impact sur la satisfaction. Cet impact explique en partie l'effet positif ou négatif d'une F&A sur la rentabilité de l'entreprise, dans ou la mesure la satisfaction a un lien positif avec la rentabilité de l'entreprise (Anderson et al., 1994; Anderson et al., 1997a) et le niveau de cash-flows générés par l'entreprise (Gruca and Rego, 2005a). Une F&A peut, selon la qualité de son intégration, avoir des effets sur le niveau de productivité de l'entreprise, les prix pratiqués par l'entreprise, et par conséquent la valeur perçue par les clients. Or, cette dernière constitue l'un des principaux déterminants de la satisfaction des clients (Anderson et al., 2004; E. W. Anderson et al., 1994).

Par ailleurs, de récentes publications semblent indiquer que la satisfaction des clients a également une relation positive avec un certain nombre d'indicateurs financiers tels que le stock returns ou rendements des actions (Tuli and Bharadwaj, 2009) et le Q de Tobin (Anderson et al., 2004). Dès lors, on peut s'attendre à ce que la satisfaction joue également un rôle médiateur par rapport à la performance financière. D'ailleurs, les chercheurs Luo and Bhattacharya (2006) ont testé la médiation de la satisfaction des clients sur la relation entre la responsabilité sociale d'une entreprise (RSE) et sa valeur marché.

Nous considérons que l'expérience cumulée par l'entreprise impliquée peut également atténuer les conséquences négatives ou accentuer les bénéfices d'une F&A sur la capacité à satisfaire les clients, à travers notamment l'amélioration de la productivité, grâce aux synergies ou économies réalisées.

Notre modèle considère également que les bénéfices et les coûts d'une F&A ne sont pas les mêmes selon le secteur dans lequel évolue l'entreprise. Cela s'explique par le fait que le principal canal par lequel passe l'impact d'une F&A est l'amélioration de l'efficacité et de la productivité des opérations, qui lui permet ensuite d'améliorer la satisfaction des clients par l'amélioration de la valeur perçue (Fornell et al., 1996). Or, Anderson et al. (1997a) montrent que les effets de la productivité sur la satisfaction varient selon les secteurs. Dans les secteurs à forte intensité en main d'œuvre, par exemple, l'amélioration de la productivité peut s'opposer à une amélioration de la satisfaction des clients. Pour tester une telle possibilité, nous

considérons le rôle modérateur de quelques-unes des caractéristiques sectorielles les plus étudiées dans la littérature (Anderson et Salisbury 2003).

Enfin, notre modèle tient compte de l'influence directe des variables sectorielles et d'un certain nombre de variables spécifiques à l'entreprise sur la performance opérationnelle (satisfaction des clients), comptable et financière. En effet, les variables telles que le niveau d'endettement, la taille de l'entreprise, la productivité, et le niveau de rentabilité antérieure agissent sur la performance. La rentabilité est une information que les investisseurs intègrent quand ils évaluent les actifs d'une entreprise (Mizik and Jacobson, 2008).

La dette peut avoir des effets sur les efforts en matière de satisfaction dans la mesure où elle peut réduire la marge de manœuvre des managers. De même, le niveau de la dette est une information importante dans l'appréciation du risque et des rendements futurs car elle peut affecter le niveau de rentabilité de l'entreprise (performance comptable). La taille de l'entreprise présente un certain nombre d'avantages (économies d'échelle, réputation) qui peuvent déjà expliquer le niveau de satisfaction atteint par l'entreprise (Anderson et al., 1997a; Fornell, 1992), sa performance comptable et son appréciation par le marché financier (Fama and French, 1998).

2. Les hypothèses de recherche

2.1 L'influence d'une fusion et acquisition sur la valeur de l'entreprise

Une fusion-acquisition peut avoir une influence à la fois directe et indirecte sur la valeur de l'entreprise. L'influence directe correspond à la relation directe entre F&A et la performance d'une entreprise (exemple : la réaction des marchés suite à l'annonce d'une F&A qui fait varier le cours de l'action), tandis que l'influence indirecte est celle qui passe par l'impact d'une F&A sur l'exploitation de l'entreprise (exemple : la productivité).

2.1.1 L'influence directe

L'influence directe se manifeste à travers la réaction des marchés financiers notamment lorsqu'une F&A fait varier le cours de l'action de l'entreprise. Sur ce, nous suivons (Fama et al. (1969, p. 69) qui montrent que le cours de l'action (*stock prices*) s'adapte très rapidement

aux nouvelles informations. D'ailleurs, on remarque que même avant l'annonce officielle d'une F&A, les cours des actions des entreprises impliquées ont tendance à bouger lorsque des informations commencent à circuler dans les médias (quelquefois ces informations n'étant que des rumeurs). De manière générale, les investisseurs apprécient les fusions-acquisitions notamment lorsque celles-ci permettent de profiter des synergies.

Sur le plan empirique, les résultats montrent que les marchés réagissent immédiatement aux F&A (Shah and Arora, 2014). Lors d'une Offre Publique d'Achat, les chercheurs Dodd and Ruback (1977) montrent que les actionnaires de l'acquéreur réalisent des rentabilités anormales positives douze mois avant l'opération. Globalement, les marchés financiers sur tous les continents réagissent immédiatement à ces transactions. Une étude, menée aux Etats Unis sur 26 ans, montre que les entreprises impliquées dans une F&A réalisent en moyenne le taux rentabilité anormal de 1.8% sur une période de trois jours, c'est-à-dire un jour avant et un après l'annonce (Andrade et al., 2001). Toutefois, ces derniers montrent que les actionnaires des entreprises cibles semblent profiter plus des F&A que les acquéreurs, 1,6% contre -0,7% respectivement.

En Asie, les chercheurs observent une augmentation progressive des taux de rentabilité anormaux qui passent de 0,15% deux jours avant l'annonce à 0,43% le jour de l'annonce (Ma et al., 2009). Sur le même continent, d'autres recherches montrent que la majorité des acquéreurs réalisent des rentabilités anormales cumulées positives avant l'annonce, les entreprises japonaises réalisant les meilleures performances, 8,2%, suivies par celles de Singapour, 6,9%. Seules les entreprises de ces deux pays réalisent des rentabilités positives un jour avant et le jour même de l'annonce, respectivement 0,5% et 0,25% (Wong and Cheung 2009).

Concernant les entreprises opérant dans le domaine du transport maritime des marchandises, l'annonce des F&A impacte significativement la variation des cours des actions (Panayides and Gong, 2002). Cependant, quelques analyses de la réaction des marchés à long terme montrent que les actionnaires des entreprises acquéreurs perdent environ 10% de l'action cinq ans après la F&A (Agrawal et al., 1992). Toutefois, la revue de la littérature présentée dans le chapitre 1 indique aussi que les effets directs sur les rendements ne sont pas généralisables. Nous ne formulerons donc pas d'hypothèse mais nous allons nous focaliser sur le rôle de la satisfaction des clients.

2.1.2 L'influence indirecte

L'un des objectifs poursuivis par une entreprise lors d'une F&A est l'amélioration de son efficacité opérationnelle, c'est-à-dire, réduire les coûts en vue d'améliorer la productivité. En effet, les recherches montrent que les F&A facilitent la réalisation des économies de champs (*scope economies*) par la création des synergies (Capron, 1999). Ces économies se réalisent notamment au niveau des coûts de R&D, de distribution et de gestion (administration). Les F&A permettent également de réaliser des économies d'échelle (*scale economies*). Les chercheurs (Capron and Pistre, 2002) montrent que le redéploiement des ressources réalisé par les entreprises suite à la F&A leur permet de réaliser des rentabilités anormales (*abnormal returns*). Normalement, lors d'une F&A, la taille d'entreprise augmente, son pouvoir de négociation auprès des fournisseurs se renforce ainsi que son pouvoir de marché.

Cependant, sur le plan empirique, le débat demeure ouvert, par exemple, pour ce qui est de l'impact d'une F&A sur la productivité du personnel, l'un des indicateurs de l'efficacité opérationnelle. Certains chercheurs montrent que les F&A affectent négativement l'emploi aux Etats Unis d'Amérique (Bhagat et al., 1990), tandis que d'autres observent des effets positifs d'une F&A sur l'emploi (McGuckin and Nguyen, 2001, 1995; Ollinger et al., 2005) sur le même marché.

Selon Lehto and Böckerman (2008), la divergence de résultats pourrait s'expliquer par des différences de représentativité des échantillons étant donné la complexité de ce sujet. Sur le marché européen, il apparaît également que les F&A provoquent la suppression d'un grand nombre d'emplois (Conyon et al., 2002; Gugler and Yurtoglu, 2004). Si les F&A peuvent affecter négativement l'emploi, cela pourrait donc avoir des conséquences dans des secteurs à forte intensité en main d'œuvre tels que les services.

Toutefois, la suppression de postes et des licenciements peuvent être considérés comme des conséquences négatives tout simplement parce que les chercheurs ne s'intéressent qu'à une seule variable « salariés ou emploi » dans leurs analyses alors que ces licenciements peuvent être faits dans le but d'un meilleur redéploiement des ressources humaines en vue de leur utilisation optimale et par conséquent, sans produire des effets négatifs sur la performance d'une entreprise. D'ailleurs, quelques exemples de travaux empiriques s'inscrivent dans cette logique. Par exemple, Cornett and Tehranian (1992) montrent que les banques impliquées dans les F&A

entre 1982 et 1987 aux USA, ont réalisé des performances dans le secteur bancaire. Ces performances s'expliquent par leurs capacités à augmenter le niveau d'épargne et des crédits octroyés, l'amélioration de la productivité du personnel, et la rentabilité des actifs. Même dans le secteur bancaire, les recherches montrent que la performance des banques s'est en moyenne améliorée en Europe après les F&A (Altunbaş and Marqués, 2008). De même dans le domaine de la technologie (*computer science*), les F&A ont permis d'améliorer la performance des entreprises impliquées (Hagedoorn and Duysters, 2002).

Par ailleurs, les opérations de F&A permettent de contrôler plusieurs stades d'une chaîne (en amont et en aval) et par conséquent, les entreprises impliquées profitent des gains liés à la réalisation des synergies (Andreou et al., 2012). Les chercheurs Devos et al. (2009) évaluent les gains réalisés par la nouvelle entité à 10,03% de la valeur de l'entreprise et soulignent que les économies réalisées en matières de taxes sont estimées à 1,64% contre 8,38% des synergies opérationnelles.

En somme, sur la base des observations ci-dessus, nous supposons qu'une F&A provoque des licenciements de salariés pour des fins de réorganisation optimale du travail en vue d'améliorer la productivité du personnel et par conséquent, pour rendre l'entreprise efficiente. Alors, une fois que l'entreprise est efficiente, elle pourra facilement améliorer la rentabilité de ses actifs ainsi que ses résultats nets. La littérature actuelle ne nous permet pas de formuler une hypothèse claire.

2.2 La relation entre fusions-acquisitions et satisfaction des clients

Une fusion/acquisition peut influencer le niveau de satisfaction des clients parce qu'elle peut affecter la valeur perçue par les clients.

La valeur perçue peut se définir comme l'évaluation globale par un consommateur de l'utilité que lui procure un produit. Cette évaluation est basée sur la perception de ce qu'il reçoit et de ce qu'il donne (Zeithaml, 1988), autrement dit, c'est la différence entre les bénéfices du produit ou service et les coûts encourus par le client. Les bénéfices peuvent concerner la performance du produit (par exemple, la fiabilité du produit, sa durabilité), le service (par exemple, le service après-vente offert aux clients), l'image et la réputation (par exemple, quand la marque dispose d'un grand capital), et être relationnels (par exemple, les points ou économies obtenues d'un

programme de fidélité, les relations amicales qui peuvent se créer avec un conseiller bancaire). Les coûts peuvent être monétaires (le prix), temporels (le temps passé à rechercher le produit), psychologiques (si le client regrette ses choix) ou sociaux (par exemple, quand l'achat du produit génère des réactions négatives de la part de l'entourage du client).

Plusieurs raisons expliquent l'impact possible d'une F&A sur la valeur perçue par le client. Premièrement, une F&A peut se traduire par une augmentation du niveau d'investissement en R&D et par conséquent faciliter la création de produits/services nouveaux mieux adaptés aux attentes des consommateurs, par exemple dans les secteurs technologiques (Bertrand and Zuniga, 2006). Deuxièmement, une F&A facilite la réalisation des synergies, par exemple dans le domaine du transport des marchandises (Andreou et al., 2012), et par conséquent permet d'améliorer la productivité du personnel. Dans la mesure où une amélioration de la productivité permet à une entreprise de vendre moins cher et donc d'améliorer la valeur perçue (réduction des coûts), le niveau de satisfaction va également s'améliorer.

Troisièmement, une fusion/acquisition peut améliorer la satisfaction si elle se traduit par l'amélioration de l'image de l'entreprise, notamment lorsque l'acquéreur dispose d'un fort capital marque par rapport à la cible (Lambkin and Muzellec, 2010). Référence est ici faite au paradoxe d'Ellsberg³⁸ selon lequel les clients auront tendance à choisir la marque qui offre le plus de probabilité pour satisfaire leurs besoins (Muthukrishnan, 1995). Cependant, bien que les F&A permettent aux entreprises de réaliser des économies d'échelle par la réduction des coûts de production, on ne peut pas ignorer que, dans certains cas, cette réduction des coûts est le résultat d'une suppression de certains postes et d'une diminution d'un grand nombre de salariés, dans le but d'améliorer la productivité et la rentabilité de l'entreprise (Brush, 1996; Capron, 1999; Lubatkin, 1983).

En effet, Anderson et al.(1997) montrent que l'amélioration simultanée de la productivité et de la satisfaction des clients est beaucoup plus difficile à concilier dans le secteur des services où les clients sont sensibles à la personnalisation de l'offre (difficile de satisfaire

³⁸ L'effet d'ambiguïté ou paradoxe d'Ellsberg ou biais d'ambiguïté est la tendance à éviter ou à ne pas prendre en compte les options pour lesquelles nous manquons d'informations. C'est un biais cognitif qui, lors d'une prise de décisions, conduit à choisir l'option pour laquelle la probabilité d'une issue favorable est connue, au détriment de celles dont la probabilité est inconnue.

en standardisant) par opposition au secteur des biens manufacturés. De plus, des licenciements d'une partie du personnel peuvent se traduire par une perte d'expertise de qualité pour l'entreprise, en causant le départ du personnel compétent et expérimenté (Hitt et al., 1994). Cette perte peut affecter la capacité à satisfaire les clients sans parler du fait qu'elle pourrait profiter aux concurrents qui recruteraient les salariés perdus.

Dès l'annonce de la F&A et pendant les phases d'intégration, le sentiment de stress et d'incertitude règne généralement au sein du personnel, notamment parce que les salariés ne maîtrisent rien sur leur avenir professionnel (Schweiger and Denisi, 1991). Par ailleurs, les synergies réalisées après la F&A, l'harmonisation des procédures et d'autres activités d'intégration ne sont pas parfaitement opérationnelles à court terme. Ainsi, on peut imaginer que des erreurs administratives soient inévitables (par exemple : les réponses tardives aux diverses correspondances entre entreprises et partenaires, les mauvaises facturations, les facturations tardives, les retards des livraisons etc.). Ces erreurs pourraient affecter la satisfaction des différentes parties prenantes de l'entreprise et par conséquent créer un manque à gagner pour l'entreprise.

Dans certains domaines, les relations entre employés et clients jouent un rôle très important. Le départ du personnel qui avait construit de fortes relations pourrait affecter négativement la satisfaction des clients. Par exemple, dans le secteur des services, où chaque vente est plus ou moins personnalisée, la diminution du nombre d'employés risque de provoquer de longues files d'attentes, affecter la productivité du personnel et provoquer la défection des clients vers les concurrents. Dans le secteur des biens, la réduction du personnel peut être facilement compensée par les machines dans la mesure où les besoins des clients sont relativement homogènes. Dans ce cas, une F&A peut aider à réduire les coûts de l'entreprise (c'est-à-dire améliorer son efficacité opérationnelle, par exemple, en améliorant la productivité du personnel) et par conséquent permettre d'améliorer la valeur perçue par les clients, notamment en réduisant le coût monétaire et les coûts de transaction (quand cette F&A se traduit par un élargissement de l'offre de l'entreprise). Plus cette valeur perçue est grande, plus les clients seront satisfaits (Fornell, 1992).

Toutefois, une F&A peut aussi réduire le niveau de satisfaction des clients quand les économies se font sur les facteurs déterminants de la satisfaction des clients. Tel est le cas si la F&A se traduit par une baisse des efforts en matière de R&D alors que celle-ci est importante

pour lancer de nouveaux produits, améliorer les produits existants ou découvrir de nouveaux procédés de fabrication (Anderson and Ngobo, 1999). Ainsi, une F&A pourrait avoir soit des effets positifs soit des effets négatifs sur la satisfaction. Nous contribuons à cette recherche en adoptant une approche contingente. Plus précisément, nous considérons que l'expérience de l'entreprise en matière de F&A ainsi que les caractéristiques sectorielles influencent l'impact qu'une fusion/acquisition peut avoir sur la satisfaction des clients.

2.3 Le rôle modérateur de l'expérience en matière de fusions et acquisitions

Les fusions & acquisitions sont considérées comme des transactions compliquées, consommatrices de temps, d'efforts et pour lesquelles la phase d'intégration est un processus difficile. Comme évoqué dans le premier chapitre, la rapidité de l'intégration empêche l'installation de rumeurs et réduit le sentiment d'inquiétude et d'incertitude éprouvé par les employés de la cible évitant ainsi leur résistance aux changements (Derouiche Borgi, 2008). De même, la vitesse de l'intégration atténue l'anxiété et le traumatisme en réduisant le laps de temps pendant lesquels les employés sont contraints à faire face aux effets destructeurs de l'incertitude et des rumeurs (Angwin, 2004). Dans les opérations lentes, les employés, incapables de comprendre le scénario, atteignent des niveaux d'incertitude et d'angoisse pénibles et douloureux. Au fil du temps, l'angoisse croît et l'hostilité s'accumule (Feldman et al., 2000) et bien évidemment ces effets affectent négativement la performance d'une entreprise.

Alors, quand une entreprise dispose déjà d'une certaine expérience avec ce type de transactions, elle sera en mesure d'anticiper ces problèmes et de gérer un processus de fusion/acquisition avec beaucoup plus d'efficacité. A un certain niveau ou seuil d'expérience en matière de F&A, une firme devient capable de faire la sélection objective des opérations moins risquées pour profiter ultérieurement de bonnes performances (Haleblian and Finkelstein, 1999). Grâce à l'expérience, cette entreprise connaît bien le moment opportun pour se lancer dans une opération de F&A (Bruton et al., 1994). L'expérience permet à une entreprise de profiter d'avantage des gains liés à la réalisation des synergies, elle sera également plus efficace en terme de gestion des phases d'intégration (Fowler and Schmidt, 1989).

L'implication d'une firme dans différentes opérations de F&A renforce le niveau de vigilance et de compétence des dirigeants qui deviennent de plus en plus matures. Ainsi, partant de la théorie de l'apprentissage organisationnel, nous supposons que le niveau de mémoire

organisationnelle³⁹ augmente et finalement ces compétences acquises dans les processus antérieurs deviennent alors des avantages lors de futures opérations (Cyert et al., 1963). Par conséquent, les entreprises ayant l'habitude de gérer des opérations de fusions & acquisitions devraient être plus performantes parce qu'elles seront plus à même de négocier et d'acheter l'entreprise cible à moindre coût, et de l'intégrer dans la structure existante. Par conséquent, nous formulons l'hypothèse suivante :

H1: L'impact d'une fusion/acquisition sur le niveau de satisfaction des clients augmente avec le niveau d'expérience accumulée par l'entreprise acquéreuse.

2.4 Le rôle modérateur de la structure de marché

Notre contribution dans cette thèse est de montrer que la satisfaction constitue une variable médiatrice dans la relation entre F&A et performance de l'entreprise. En d'autres termes, une F&A est plus à même d'améliorer la performance quand elle améliore un résultat opérationnel qui est le niveau de satisfaction des clients de l'entreprise. Cependant, cette amélioration de la satisfaction n'est pas généralisable. Elle dépend en partie des caractéristiques du secteur de l'entreprise impliquée dans la F&A. Plus précisément, nous considérons qu'une fusion/acquisition est beaucoup plus susceptible d'influencer le niveau de satisfaction des clients dans des contextes où les managers de l'entreprise disposent d'une latitude (marge de manœuvre) pour satisfaire les attentes des clients.

Dans des contextes où l'entreprise dispose d'une marge de manœuvre plus réduite, une fusion/acquisition aura un impact plus faible ou non significatif sur le niveau de satisfaction. Cette argumentation est fondée sur la théorie de la discrétion managériale de Hambrick and Finkelstein (1987). Selon cette théorie, l'impact des managers sur la performance de l'entreprise dépend de leur latitude d'action. Ce degré de discrétion résulte de facteurs spécifiques.

Dans la théorie de la discrétion managériale, certains contextes offrent une latitude plus grande aux managers que d'autres. Dans ces contextes, l'impact managérial sur la performance est plus grand. Cette théorie a des implications sur la capacité d'une opération de fusion/acquisition à influencer sur le niveau de satisfaction des clients. Hambrick and Finkelstein,

³⁹ La mémoire organisationnelle se définit comme l'ensemble des connaissances, du savoir-faire stocké dans une organisation, autrement dit, il s'agit de ce qui est stocké par la capitalisation des connaissances.

(1987) considèrent que les caractéristiques sectorielles influencent le niveau de discrétion dont disposeront les managers dans un secteur. Nous étudions trois des caractéristiques sectorielles les plus étudiées dans la littérature à savoir : (1) l'intensité concurrentielle, (2) l'intensité en R&D et (3) l'intensité capitalistique.

2.4.1 Le rôle modérateur de l'intensité concurrentielle

Un marché est concentré lorsqu'un petit nombre d'entreprises partagent l'essentiel des ventes. Les entreprises opérant dans un secteur concentré sont peu motivées à améliorer la qualité de leur offre pour satisfaire les clients malgré le fait qu'elles disposent de moyens pour le faire (Fornell and Robinson, 1983). Il apparaît ainsi une relation négative entre le degré de concentration du marché et la satisfaction des clients (Fornell, 1992). Les marchés concentrés sont en effet composés d'entreprises puissantes capables de contraindre les actions stratégiques de leurs concurrents (Tirole, 1988).

Du point de vue de la théorie de la discrétion managériale, cela signifie qu'un marché concentré est un marché à faible discrétion managériale dans la mesure où les dirigeants et les clients ont peu de choix. Toutefois, on peut alternativement penser que dans un marché concentré, les managers disposent d'une plus grande discrétion dans la mesure où les entreprises sont généralement de grande taille et peuvent ainsi créer leurs propres options stratégiques (Finkelstein and Boyd, 1998).

En effet, dans une économie efficiente, le degré de concentration d'un marché peut résulter des efficacités historiquement réalisées par les entreprises (Demsetz, 1973). Dans ce cas, les entreprises restant dans le secteur sont peut-être celles qui ont pu offrir de meilleures prestations que leurs concurrents. Cette idée est validée par Gruca and Rego, (2005b).

Anderson et Ngobo (1999) montrent que le degré de concentration du marché influence positivement le niveau de satisfaction. Gruca et Rego (2005b) ont par exemple observé que le lien entre satisfaction des clients et croissance des cash-flows était plus marqué dans les secteurs concentrés contrairement aux secteurs concurrentiels.

Nous considérons donc qu'un marché concentré offre une plus grande marge de manœuvre aux managers. Plus précisément, la satisfaction des clients est plus facile à réaliser

car les entreprises disposent généralement d'une taille suffisante (économies d'échelle) pour se créer des options stratégiques à moindre coût (Boulding and Staelin, 1993). Une fusion/acquisition est donc susceptible d'améliorer l'efficacité opérationnelle dans un marché concentré où les entreprises sont déjà de grande taille et efficaces plus que dans un marché concurrentiel.

Dans un marché concurrentiel, les clients disposent de plusieurs alternatives et peuvent faire des comparaisons. Les entreprises sont certes motivées pour améliorer la qualité de leurs offres ainsi que la valeur perçue par les clients mais le coût d'une telle amélioration devrait être plus élevé. L'entreprise devrait donc consacrer des efforts plus importants pour que son offre soit remarquée.

Dès lors, nous supposons que l'efficacité opérationnelle issue d'une F&A sera plus facile à réaliser par des entreprises qui évoluent dans des secteurs concentrés plus que dans des secteurs concurrentiels. Par conséquent, l'impact d'une F&A sur la satisfaction des clients sera plus important au fur et à mesure que le degré de concentration du marché augmente. Ainsi, nous formulons l'hypothèse suivante :

H2 : L'impact d'une fusion/acquisition sur le niveau de satisfaction des clients augmente avec le degré de concentration du secteur de l'entreprise acquéreuse.

2.4.2 Le rôle modérateur de l'intensité en Recherche et Développement (R&D)

La R&D peut améliorer le niveau de satisfaction des clients de deux manières (Porter, 1985). Primo, la R&D permet d'améliorer la qualité des produits/services existants. Elle permet également de développer de nouveaux produits et services innovants capables de mieux répondre aux besoins/attentes des clients (*Product R&D*). La R&D peut dès lors augmenter le niveau de satisfaction des clients à travers la différenciation. Secundo, la R&D permet d'améliorer et/ou de développer de nouveaux procédés de production. Elle permet ainsi à l'entreprise de produire de manière plus efficace et de vendre moins cher (*Process R&D*).

Cependant, les investissements en matière de R&D produisent généralement des résultats avec un certain retard malgré l'importance des sommes investies. Pour demeurer

rentables, les entreprises pourraient être amenées à augmenter le niveau des prix afin de couvrir les dépenses en R&D. Dans les secteurs à forte intensité en R&D, les clients sont généralement sensibles à la nouveauté. Ils sont friands d'innovations et c'est d'ailleurs ce qui incite les entreprises à se lancer dans la R&D. Par conséquent, l'efficacité opérationnelle obtenue grâce à une F&A (création de synergies en matière de R&D) peut permettre aux entreprises d'atteindre beaucoup plus facilement et à moindres coûts les objectifs assignés à leurs projets de R&D.

Sur le plan empirique, les recherches faites sur un échantillon de 50 000 opérations de F&A de 1990-1999 montrent que ces opérations contribuent à améliorer l'utilisation efficace des dépenses en R&D, ce qui influence l'investissement dans la technologie (Bertrand and Zuniga, 2006). En Chine, les recherches montrent que les F&A internationales ont permis d'importer la technologie et d'augmenter les dépenses en R&D, ce qui a contribué à l'amélioration de l'innovation dans la technologie de pointe (Liu and Zou, 2008).

Une F&A constitue donc un moyen permettant à une entreprise évoluant dans un secteur à forte intensité en R&D d'améliorer la satisfaction de ses clients. En combinant les efforts (moyens financiers et humains), la F&A permet à l'entreprise acquéreuse d'atteindre plus rapidement et à moindre coût ses objectifs de R&D. En atteignant plus rapidement et à moindre coût ses objectifs de R&D, elle sera capable d'améliorer la valeur perçue de ses clients, notamment les bénéfices-produit et possiblement le prix d'achat. Pour cela, nous faisons donc l'hypothèse suivante :

H3 : L'effet d'une F&A sur le niveau de satisfaction des clients sera plus marqué (positif) à mesure que l'intensité en R&D dans le secteur de l'entreprise acquéreuse augmente.

2.4.3 Le rôle modérateur de l'intensité capitalistique

Un secteur à forte intensité capitalistique se caractérise par des entreprises disposant d'importants actifs fixes. Des machines et/ou des équipements lourds contribuent énormément à la réalisation du chiffre d'affaires de l'entreprise (Elmasr et al., 2007a). Ce sont généralement des entreprises à faible intensité en main d'œuvre. L'intensité capitalistique est un indicateur

du niveau des barrières à l'entrée dans un secteur, car l'investissement dans ce secteur nécessite des sommes colossales difficilement accessibles pour les investisseurs. Les entreprises évoluant dans des secteurs à forte intensité capitalistique recherchent la réduction des coûts et donc l'amélioration de l'efficacité opérationnelle. Elles réduisent les prix pour attirer un grand nombre de clients afin de pouvoir réduire le coût unitaire. Leur rentabilité dépend beaucoup de l'utilisation de la capacité de production.

Une F&A permet alors à une entreprise opérant dans ce secteur de réaliser des économies d'échelle à travers le désinvestissement d'une partie de l'actif fixe et l'utilisation optimale des machines de deux entreprises impliquées dans la F&A. Par exemple, la cession des machines trop gourmandes en matière d'énergie et polluantes pour les remplacer par celles modernes et écologiques souvent vendues avec des réductions financières intéressantes. D'ailleurs, Capron, (1999) montre que, lors d'une F&A horizontale, la cession d'une partie de l'actif fixe de l'acquéreur permet de réduire des coûts (*cost savings-cost based synergies*) et par conséquent, permet d'améliorer la performance des entreprises impliquées.

Si la F&A améliore l'efficacité opérationnelle de l'entreprise acquéreuse, Alors nous supposons que cette amélioration sera plus importante pour les entreprises évoluant dans des secteurs à forte intensité capitalistique que dans des secteurs à forte intensité en main d'œuvre. Ainsi, nous formulons l'hypothèse suivante :

H4 : L'effet d'une F&A sur le niveau de satisfaction des clients sera plus marqué (positif) à mesure que l'intensité capitalistique du secteur de l'entreprise acquéreuse augmente.

2.5 Satisfaction des clients, performance comptable et performance financière

Comme nous l'avons expliqué au premier chapitre, dans la section 5, aux points 3 et 4, nous considérons que la satisfaction des clients exerce deux types d'effets sur la performance d'une entreprise conformément à notre modèle de recherche. Il s'agit des effets de la satisfaction des clients sur la performance comptable d'une part, et des effets sur la performance financière ou de marché, d'autre part. Ainsi, à partir de ces deux approches, comptables et financières et sur la base des observations présentées ci-dessus, nous formulons les hypothèses suivantes :

H5a : la satisfaction des clients influence positivement la performance financière d'une entreprise mesurée à travers le « *stock return* » (rendement des actions).

H5b : la satisfaction des clients influence positivement la performance comptable d'une entreprise mesurée à travers la « *Return On Assets* » (rendement de ses actifs).

2.6 La médiation de la satisfaction des clients

2.6.1 La satisfaction en tant que variable médiatrice dans la relation entre les F&A et la performance comptable.

Nous supposons que la satisfaction des clients devrait être une variable médiatrice totale de l'influence d'une F&A sur la performance comptable. Les F&A doivent améliorer l'efficacité, réduire les coûts, améliorer la valeur client, et par conséquent la satisfaction, pour que leur impact sur la performance comptable puisse être observé. La performance comptable dans cette recherche se réfère au résultat opérationnel (rentabilité des actifs). Or, les recherches montrent que la satisfaction des clients influence positivement la rentabilité d'une entreprise (Anderson et al., 1994).

La satisfaction exerce également un impact positif sur la croissance des futurs cash-flows (Gruca and Rego, 2005b). D'ailleurs, Luo and Bhattacharya, (2006) observent une médiation totale de la satisfaction dans la relation RSE et valeur marché de l'entreprise.

Plusieurs explications sous-tendent cette relation. La satisfaction influence le degré de fidélité des clients maintenant ainsi la part de marché de l'entreprise. Elle agit sur le niveau de bouche à oreille, permettant ainsi à l'entreprise d'acquérir de nouveaux clients sans trop dépenser. Les clients satisfaits ont également tendance à être moins sensibles aux prix, ce qui implique qu'ils sont prêts à accepter une augmentation de prix du bien ou service sans pour autant faire défection. La satisfaction influence également le degré d'équipement (*cross-buying rate*) d'un client.

Enfin, la satisfaction réduit le nombre de réclamations et par conséquent les coûts de gestion des réclamations. Nous formulons donc l'hypothèse suivante :

H6. La satisfaction est un médiateur total de l'influence d'une F&A sur la performance comptable de l'entreprise.

2.6.2 La satisfaction en tant que variable médiatrice dans la relation entre les F&A et la performance boursière.

L'impact d'une F&A sur les rendements passe-t-il forcément par l'amélioration de la satisfaction ? La réponse est évidemment non. Les opérations de F&A sont très médiatisées, que ce soit dans la presse écrite, sur internet ou à la télévision, à travers les débats économiques/financiers (exemple : *BFM Business*, *Bloomberg*, etc.) ou par les analystes. Leur influence sur les rendements se fait donc directement lorsque les investisseurs et les analystes anticipent des synergies et gains futurs en fonction des caractéristiques de la F&A. La médiation ne peut être que partielle car les marchés financiers réagissent à ces informations sans attendre que leurs effets se matérialisent.

Toutefois, comme les investisseurs se basent sur les espérances de gains associés aux F&A, nous ne pouvons pas ignorer le fait que les clients soient pris en compte pendant la prévision des gains associés à ces transactions. La médiation partielle de l'influence d'une F&A sur les rendements peut aussi se justifier par le fait que les entreprises dont les clients sont satisfaits réduisent leurs risques systémiques et idiosyncratiques (Tuli and Bharadwaj, 2009). Les analystes financiers expriment des avis favorables à l'égard des entreprises qui satisfont leurs clients (Luo et al., 2010). La satisfaction des clients peut également influencer les rendements d'un titre dans la mesure où elle influence les prévisions faites par les analystes (Ngobo et al., 2012).

Pour ces raisons, nous formulons l'hypothèse suivante :

H7. La satisfaction est un médiateur partiel de l'influence d'une F&A sur la performance financière de l'entreprise.

Conclusion du deuxième chapitre

Dans ce chapitre, nous avons présenté notre modèle conceptuel. Nous considérons la satisfaction des clients comme une variable médiatrice totale des effets d'une F&A sur la performance comptable, mais une variable médiatrice partielle de son influence sur la performance comptable. Puis, sur la base de ce modèle, nous avons mobilisé la littérature et avons formulé les hypothèses sur la base des variables sectorielles comme l'intensité en R&D, l'intensité capitalistique et l'intensité concurrentielle. Nous avons également formulé une hypothèse sur la base de l'expérience acquise par l'entreprise dans les opérations de fusions et acquisitions. Toutes ces hypothèses seront testées dans le chapitre suivant.

DEUXIEME PARTIE : ANALYSE EMPIRIQUE DE LA RECHERCHE

Introduction

La deuxième partie comporte deux chapitres. Dans le troisième chapitre, nous présentons la méthodologie de la recherche. Ce chapitre permet de comprendre la procédure de la collecte des données, la mesure des variables ainsi que l'approche utilisée pour tester les hypothèses de la recherche. Ainsi, le troisième chapitre permet particulièrement de montrer l'apport méthodologique supplémentaire par rapport aux travaux antérieurs qui se sont intéressés aux opérations de fusions et acquisitions dans le domaine du marketing.

Le quatrième chapitre présente les résultats de notre recherche. Nous montrons en détail les tests des hypothèses tout en précisant celles qui sont retenues et celles que nous rejetons. A partir de ce chapitre, les recommandations théoriques et managériales seront formulées.

CHAPITRE III : METHODOLOGIE DE LA RECHERCHE

Introduction

Le troisième chapitre de la recherche est consacré à la méthodologie utilisée pour tester nos hypothèses. Dans la première section, nous décrivons la procédure de collecte de données. Nous présenterons également en détail notre échantillon. Dans la seconde section, il s'agira de présenter la procédure d'opérationnalisation et la description des variables marketing, des variables sectorielles et des variables comptables et financières retenues dans le modèle de recherche. La dernière section exposera l'approche utilisée pour tester nos hypothèses.

Section 1. Source des données

Pour tester nos hypothèses, nous optons pour l'utilisation de données secondaires. En effet, nous avons besoin de données historiques sur les fusions et acquisitions et sur les scores de satisfaction des clients avant et après les fusions. Or, seules des données secondaires permettent de disposer de telles données. Un sondage ne permettrait pas la réalisation d'une telle étude multisectorielle et longitudinale dans le cadre d'une thèse.

1. Echantillon

Pour tester nos hypothèses, nous avons besoin de données relatives à la satisfaction des clients à un niveau agrégé, des données comptables et financières pour mesurer la performance de l'entreprise ainsi que des données concernant la structure du marché. Pour ce faire, quatre principales bases de données ont été mobilisées :

- a) Les données relatives à la satisfaction des clients sont issues du projet *American Customer Satisfaction Index* « *ACSI* » qui présente des scores de satisfaction des clients de plusieurs entreprises sur plusieurs périodes.
- b) Les données comptables et financières proviennent des bases *Thomson One Banker* et de *DATASTREAM*
- c) Pour déterminer les rendements, nous avons besoin de données boursières que nous avons obtenues du site Internet de *Fama & French*⁴⁰

⁴⁰ (<http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/index.html>)

1.1 La base de l'*American Customer Satisfaction Index* « ACSI »

Les données marketing relatives à la satisfaction client ont été collectées à partir de la base du projet ACSI que nous avons présenté dans la première partie. Ces données sont des scores de satisfaction des clients des entreprises sélectionnées dans notre échantillon.

1.1.1 Les critères de sélection des entreprises

a) La régularité des scores d'ACSI

Toutes les entreprises suivies par le projet ne font pas partie de notre échantillon. Pour cause, nous avons constaté que certaines entreprises sont suivies un an et puis disparaissent, ou elles disparaissent quelques années après. Certaines entreprises, telles que le réseau d'hôtels *Best western* suivie en 1994 et 1995 disparaissent pour réapparaître plus tard (en 2008 pour *Best Western*). Or, notre recherche exige d'étudier des entreprises qui sont suivies régulièrement pour pouvoir analyser les effets d'une F&A sur la satisfaction de ses clients et sur ses performances sur au moins une période de quatre ans.

b) La disponibilité des scores de satisfaction

Nous avons remarqué que certaines entreprises sont certes suivies par le projet ACSI mais leurs scores ne sont pas suffisamment disponibles. Il s'agit par exemple de la banque *PNC Bank* dont les scores apparaissent seulement pour les années 1996, 1997, 1998, 2000 et 2015. La majorité de ces entreprises ont été éliminées de notre échantillon.

c) L'implication dans les opérations de Fusions & Acquisitions

Nous avons retenu uniquement les entreprises qui ont été impliquées au moins une fois dans une opération de F&A durant la période d'étude. De plus, la transaction doit être clôturée officiellement, c'est-à-dire que les phases de négociation et la signature de contrat sont déjà terminées et que plus rien n'est en cours de réalisation. Nous avons remarqué que plusieurs entreprises suivies par l'ACSI, dont les scores de satisfactions des clients sont disponibles, ne

présentent pas d'intérêt à notre recherche tout simplement parce qu'elles n'ont pas réalisé au moins une opération de F&A.

d) La disponibilité des données comptables et financières

De nombreuses entreprises ont été éliminées de notre base de données alors qu'elles sont suivies régulièrement par l'ACSI. La raison en est que les bases de données financières de Thomson One Banker et DATASTREAM ne disposent pas ou disposent de façon insuffisante des données financières de ces entreprises. C'est le cas par exemple de la multinationale Nestlé Sa qui a réalisé plusieurs opérations de F&A mais dont les données ne sont pas disponibles. Dans ces conditions, il ne serait pas possible de calculer, par exemple, le rendement de l'action de cette entreprise et ainsi le comparer avant et après la F&A.

Pour conclure, notre période d'étude commence en janvier 1994, l'année de création de l'ACSI et se termine en décembre 2014, Elle s'étend ainsi sur 21 périodes. Finalement, notre échantillon comprend seulement 133 firmes parmi plus de 300 suivies par l'ACSI. Ces entreprises sont regroupées dans 28 industries au deuxième niveau (*two-digit SIC codes*) et sont subdivisées en 57 sous-secteurs au quatrième niveau (*four-digit codes*). Le secteur le plus représenté au niveau 2 de la classification SIC est le code 49 intitulé « *Electric, Gas, and Sanitary Services* » suivi du secteur 20, « *Food and Kindred Products* » alors que le moins représenté est le secteur 13 « *Oil, Gas and Extraction* ». Au niveau 4, ces observations ne changent pas.



Figure 19. La structure de l'échantillon à travers les secteurs.

1.2 Thomson One Banker et Datastream

L'ACSI fournit peu d'informations sur les F&A réalisées par les entreprises suivies par le projet. Ces données apparaissent sur leur site comme simple information sur l'année dans laquelle l'opération s'est réalisée. Il existe plusieurs bases de données comme (*The Mergerstat database et ZEPHYR database, Wikipedia, etc*) Dans lesquelles sont disponibles des données comptables/financières et des données relatives aux opérations de F&A. Cependant, *Thomson One Banker* et *DATASTREAM* nous semblent les plus exhaustives et les plus conformes aux objectifs de notre recherche. Elles intègrent des données financières, partielles ou totales des autres bases réputées comme, *SDC Platinum, VentureXpert web.Word*. D'ailleurs, d'autres chercheurs en marketing et en finance ont utilisé ces bases de données (Luo et al., 2010; Swaminathan et al., 2014). Nous avons donc recueilli les détails sur les opérations de F&A dans ces bases.

Le tableau 9 montre que les firmes sélectionnées dans notre modèle ont réalisé 1959 opérations de F&A pendant 21 ans, soit 2,35 opérations en moyenne chaque année/période dans laquelle au moins une F&A été réalisée. Le nombre maximal d'opérations réalisées sur une année est 25.

Statistiques descriptives						
	N	Minimum	Maximum	Somme	Moyenne	Ecart type
Opérations de fusions-acquisitions réalisées chaque année	832	1	25	1959	2,35	2,153
N valide (liste)	832					

Tableau 9. Opérations de F&A réalisées par les entreprises de notre échantillon depuis 1994.

1.3 Le site internet de Kenneth R. French (mba.tuck.dartmouth.edu)

Le site de Kenneth French offre la possibilité de télécharger plusieurs sortes de données en rapport avec les marchés financiers. Nous avons utilisé ce site pour obtenir des données concernant les facteurs du modèle de Fama-French Carhart à 4 facteurs que nous utilisons pour mesurer le rendement des titres. Ces facteurs sont : *Small Minus Big (SMB)* ou effet de grandeur, *High Minus Low (HML)* ou effet de valeur et le *Momentum de Carhart*, le taux d'investissement sans risque, les rendements moyens du marché et les rendements excédentaires du marché.

Section 2 : Mesures de variables

1. Les variables explicatives

1.1 Les variables relatives aux Fusions-Acquisitions

Comme nous venons de l'expliquer dans la partie précédente, les données brutes en rapport avec les F&A ont été extraites de bases de données. Nous tenons à préciser que seules les opérations de F&A terminées ont été prises en compte. Les fusions au sein d'une même entreprise ont également été exclues (par exemple, la fusion entre les filiales de la même firme). Ensuite, nous avons annualisé les données pour que cela corresponde aux scores ACSI qui sont

également disponibles une fois par an jusqu'en 2010. Ces variables F&A sont présentées dans la logique suivante :

a) L'existence d'une Fusion-Acquisition

Notre première variable saisit le simple fait d'avoir réalisé une F&A ou non durant l'année. Il s'agit donc d'une variable muette qui prend le code 1 s'il y a eu F&A et 0 dans le cas contraire. Elle permet d'apprécier les différences entre les entreprises qui se sont engagées dans une F&A et celles qui n'y ont pas eu recours sur les différentes périodes.

2. Les variables dépendantes

2.1 Mesure de la performance de l'entreprise

Griffin and Mahon (1997), à travers leur classification, proposent les indicateurs de mesure objectifs de la performance les plus connus. Selon ces auteurs, ces indicateurs se regroupent en deux catégories. Il s'agit : (a) des mesures issues de la comptabilité de l'entreprise ou « *Accounting based measures* » et (b) des mesures de nature boursière ou « *Market based measures* ».

2.1.1 Mesurer la performance à travers la rentabilité des actifs

Les données que nous avons collectées nous permettent, dans un premier temps, de nous intéresser aux effets des F&A sur la performance comptable d'une entreprise à travers le rendement de ses actifs ou « *Return on assets* ». Le *return on asset* présente un grand avantage, celui de permettre la comparaison des résultats issus de cet indicateur entre plusieurs entreprises opérant dans un même secteur (Anderson et al., 2004).

Le *return on assets* habituellement abrégé « *ROA* » détermine la rentabilité des actifs d'une entreprise. Le ROA se calcul par le rapport du résultat net sur l'actif net comme on le voit la formule ci-dessous.

$$ROA = \frac{\text{résultat net}}{\text{actif net}}$$

Nous n'avons pas calculé cet indicateur parce qu'il est déjà disponible sur la base de données Datastream pour toutes les entreprises de notre échantillon.

2.1.2 Mesurer la performance à travers le rendement de l'action

Nous nous intéressons également aux effets d'une opération de fusions & acquisition sur sa performance boursière à travers le rendement de son action ou « *Stock returns* ». Par exemple, Srinivasan et Hanssens (2009) mettent en avant l'intérêt d'utiliser les rendements anormaux basés, par exemple, sur le modèle de Fama-French (Swaminathan et al., 2014; Tuli and Bharadwaj, 2009), plus que le Q de Tobin (Luo and Bhattacharya, 2006; Mittal et al., 2005). Nous avons donc choisi de mesurer la performance boursière de l'entreprise avec le (abnormal) stock return (Fornell et al., 2006). Pour ce faire, la méthode dite de Fama-French-Cahart à 4 facteurs est ici adaptée (Fama and French, 1993).

2.1.2.1 Modèle de Fama-French-Cahart à 4 facteurs

Le modèle des Fama-French est une extension du CPAM (*Capital Asset Pricing Model*) ou (MEDAF), le modèle d'évaluation des actifs financiers en français. Le MEDAF a été développé dans les années 1960 par Jack Treynor, William Sharpe, John Lintner et Jan Mossin sur base des travaux réalisés par Harry Markowitz en 1952. Ce modèle fournit l'estimation du taux de rentabilité attendu par le marché pour un actif financier en fonction de son risque systématique. Autrement dit, l'investisseur est rémunéré par la valeur temps de l'argent, représenté par le taux sans risque qui correspond au taux de placement le plus faible mais le moins risqué, et par le risque représenté par le rapport entre la volatilité de l'actif et celle du marché.

Le CPAM est très controversé car il se base uniquement sur les facteurs marchés. En effet, Fama et French en 1992 avaient constaté qu'il y avait des types d'actions qui avaient tendance à surévaluer le marché. Il s'agissait des actions à petite capitalisation et des actions à fort ratio valeur comptable/capitalisation. Ainsi, le modèle Fama-French préconise que le rendement excédentaire espéré de tout portefeuille est expliqué par sa sensibilité à trois facteurs : (Les analyses de Fama et French les ont alors amenés à proposer une explication des différences de rendement par trois facteurs, d'où le modèle à 3 facteurs, à savoir) :

- (a) **L'effet marché ou la rentabilité du marché** qui correspond au rendement espéré d'un investissement dans un portefeuille diversifié composé des actions du marché ;

- (b) **L'effet de grandeur (ou effet taille)** qui est la différence entre le rendement espéré d'un portefeuille de titres à faible capitalisation et celui d'un portefeuille de titres à forte capitalisation ou tout simplement, l'écart de rentabilité entre les grandes et les petites capitalisations, *Small Minus Big (SMB)* ;

- (c) **L'effet Valeur** qui correspond à la différence entre le rendement espéré d'un portefeuille de titres ayant un grand ratio valeur comptable sur la valeur de marché, *High Minus Low (HML)*.

En d'autres termes, il serait déjà possible de prévoir les rendements d'un titre à partir de ces trois facteurs. Constatant des limites (anomalies selon ses termes) au modèle à 3 facteurs, (Carhart (1997) propose d'ajouter un quatrième facteur qui tient compte de la continuité (l'élan) des rendements à court terme qu'il appelle (*Momentum*). Nous avons donc retenu le modèle de 4 facteurs. Les données relatives aux différents facteurs (mkrf, rf, SMB, HML, MOM) sont disponibles sur le site de Kenneth R. French et Eugène Fama⁴¹.

⁴¹ <http://mba.tuck.dartmouth.edu>

ANNEES	MOIS	JOURS	mktrf	smb	hml	rf	mom
1994	1	3	-.44999999	-.19	.40000001	.012	-1.21
1994	1	4	.23999999	-.08	.23999999	.012	-.41
1994	1	5	.20999999	.28999999	-.12	.012	-.22
1994	1	6	-.07	.28	-.14	.012	.25999999
1994	1	7	.47999999	-.19	.15000001	.012	-.01
1994	1	10	.88	-.79000002	.05	.012	.17
1994	1	11	-.16	.14	-.03	.012	.18000001
1994	1	12	.04	.16	-.14	.012	.2
1994	1	13	-.17	.34999999	.20999999	.012	.19
1994	1	14	.47	-.20999999	-.01	.012	.23
1994	1	17	-.25	.44	.1	.012	.1
1994	1	18	.1	-.03	.09	.012	.18000001
1994	1	19	-.08	.25	.03	.012	.13
1994	1	20	.20999999	.18000001	-.15000001	.012	-.33000001
1994	1	21	-.05	.23	.09	.012	.13
1994	1	24	-.47	.20999999	.38	.012	.08
1994	1	25	-.25999999	-.03	-.03	.012	-.37
1994	1	26	.41	-.14	-.09	.012	-.22
1994	1	27	.77999997	-.74000001	.34999999	.012	.28
1994	1	28	.41999999	.06	.09	.012	.03
1994	1	31	.56999999	-.07	.55000001	.012	.28
1994	2	1	-.28	.38	-.15000001	.011	-.05
1994	2	2	.43000001	-.08	.02	.011	.17
1994	2	3	-.20999999	.13	.1	.011	-.05
1994	2	4	-2.3199999	.20999999	.25999999	.011	-.44999999

Tableau 10. Exemple des facteurs du modèle Fama-French Carhart (quelques journées-1994).

Nous avons commencé par calculer le rendement brut de l'action par cette formule :

$$R_{id} = \left[\frac{P_{id} + P_{id-1} + D_{id}}{P_{id-1}} \right] \quad (1)$$

Où,

R_{id} = rendement brut

P_{id} = le cours de l'action i le jour d

P_{id-1} = le cours de l'action i la veille (d-1)

D_{id} = le dividende ramené à la base journalière (D/360)

Il convient de signifier que nous avons utilisé l'historique journalier des cours afin de disposer de suffisamment d'observations (plus de 300 par an et par titre) lors de l'estimation de nos régressions.

Puis, nous avons estimé le modèle de Fama-French-Carhart suivant afin de calculer le rendement espéré ou attendu de l'action de chaque entreprise.

$$R_{id} - R_{fd} = \alpha_{0i} + \beta_{1i} (R_{md} - R_{fd}) + \beta_{2i} SMB_t + \beta_{3i} HML_t + \beta_{4i} MOM_t + \varepsilon_{id} \quad (2)$$

Où :

R_{id} = le Rendement brut de l'entreprise i le jour d

R_{fd} = le taux de l'investissement sans risque correspondant au jour d (risk free rate)

R_{md} = les rendements du portefeuille de marché au jour d

$(R_{md} - R_{fd})$ = le rendement excédentaire du marché au jour d

SMB = effet de taille

HML = effet de valeur

MOM = Momentum de Carhart

Suite à l'estimation du modèle (3), nous avons calculé les valeurs prédites puis le rendement anormal (*abnormal returns*) comme étant la différence entre le rendement observé et le rendement espéré :

$$AR_{id} = [R_{id} - R_{fd}] - [\hat{\alpha}_{0i} + \hat{\beta}_{1i}(R_{md} - R_{fd})] + \hat{\beta}_{2i}SMB_d + \hat{\beta}_{3i}HML_d + \hat{\beta}_{4i}MOM_d + \hat{\varepsilon}_{ijd} \quad (3)$$

Enfin, nous avons annualisé les rendements dans la mesure où les données de satisfaction et les fusions /acquisitions sont observées une fois par an. Plus précisément, nous avons utilisé la moyenne géométrique qui nous informe sur ce que l'investisseur a réellement gagné par an (Bharadwaj et al., 2011) :

$$AR_{ijt} = \log \left[\prod_{d=1}^k (1 + \hat{\varepsilon}_{ijd}) \right] \quad (4)$$

Où :

AR_{ijt} , est le rendement (anormal excédentaire) de l'entreprise i évoluant dans le secteur j pour l'année t ;

'1' est le premier jour de l'année t ; et

k , est le dernier jour de cotation de l'entreprise.

3. La variable médiatrice

3.1 Mesure de la satisfaction des clients

Comme nous l'avons expliqué dans la première partie, la satisfaction des clients est mesurée à travers les scores de satisfaction qui sont calculés par le projet de l'ACSI. Ce dernier définit la satisfaction des clients comme une évaluation faite par le client de ses expériences de consommation avec une marque, une entreprise ou un produit jusqu'au moment où il est interrogé (Fornell et al., 1996). Ainsi, la satisfaction des clients n'est donc pas une perception transitoire du bien-être du client à l'égard d'un produit ou d'une marque mais une évaluation globale de ses achats jusqu'à une date donnée (Ngobo, 2000). Sur la base de trois questions posées aux clients (le sentiment global de satisfaction du client, son évaluation de la qualité par rapport à ses attentes, son évaluation de la qualité par rapport à ce qui est pour lui l'idéal), les

scores sont représentés sur une échelle allant de 0 à 100 pour faciliter la lecture et publiés sur le site du projet.

Dès lors, nous n'avons pas calculé ces scores, nous les avons téléchargés en l'état. Dans notre échantillon, le score moyen de satisfaction est de 76,81 (écart type = 6,167). Le score minimal est 49 a été réalisé par l'entreprise *Pacific Gas & Electric Company* en 2001. Le score maximal de 88 a été atteint par *Amazon.com* en 2002, 2003, 2007, 2013.

Entreprises	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Clorox	88	88	84	83	85	84	85	85	85	86	88	88	86	87	87	88	86	88	87	85	85
Colgate-Palmolive	84	86	82	83	82	80	80	85	80	83	82	83	84	81	87	83	85	84	83	85	83
Procter & Gamble	85	87	85	81	83	81	84	82	81	85	86	82	84	85	85	85	82	82	82	84	82
All Others	83	81	77	82	79	80	82	82	80	82	82	83	83	84	83	85	82	84	82	82	82
Personal Care and Cleaning Products	84	84	80	82	82	81	84	83	81	84	83	83	84	85	85	85	83	83	83	83	82
Dial	86	85	85	83	81	79	85	84	84	85	85	83	83	86	85	84	83	84	83	84	81
Unilever	84	83	83	82	83	81	85	83	83	85	85	85	85	86	87	87	87	82	86	85	80

Tableau 11. Exemple de la publication des scores ACSI - Produits d'hygiène et de nettoyage.

4. Les variables modératrices

4.1 Les variables sectorielles

Comme ces variables trouvent leurs racines au niveau des secteurs dans lesquels chaque entreprise évolue, nous avons procédé, dans un premier temps, par déterminer les secteurs (marché) de chaque entreprise sur la base de l'industrie dans laquelle elle évolue (*4-digit codes*) du classement SIC (Swaminathan et al, 2014).

Le niveau 4 est le dernier du classement qui permet à chaque entreprise de se comparer à ses concurrents directs. Ainsi, nous avons procédé dans un premier temps, à identifier sur Thomson, les secteurs (au niveau 4) de chaque entreprise faisant partie de notre échantillon.

Puis, nous avons extrait toutes les entreprises de ce secteur avant de faire les traitements sous STATA 13. En effet, pour bien apprécier les caractéristiques du secteur, nous avons jugé nécessaire de considérer uniquement les entreprises retenues dans notre base de données.

4.1.1 Le degré de concentration

Le degré de concentration est mesuré à partir de l'Indice de *Herfindahl-Hirschman* (HHI). Ce dernier correspond à la somme des carrés des parts de marché de chaque entreprise du secteur (Hirschman, 1964). Pour calculer la part de marché de chaque entreprise, nous avons divisé les ventes de chaque entreprise par les ventes totales du secteur. Cette méthode a été utilisée par d'autres chercheurs en marketing comme (Anderson et al., 2004).

$$P_i = \frac{V_i}{V_s}$$

Où, P_i = parts de marché de l'entreprise i

V_i = Ventes de l'entreprise i

V_s = Ventes totales de toutes les entreprises du secteur s

$$H = \sum_{i=1}^n P_i^2$$

L'indice HHI proche de un (1) signifie que le marché est concentré, autrement dit, peu d'entreprises opèrent sur ce marché (dans ce secteur), tandis que l'indice proche de zéro (0) est la preuve que le marché est ouvert ou que le marché est concurrentiel.

4.1.2 Intensité capitalistique

L'intensité capitalistique est codée « INTENSITE CAPITALISTIQUE » dans la présente recherche. Cet indice se calcule en pourcentage par le rapport entre les investissements réalisés par l'entreprise en actifs immobilisés et les ventes. Si l'indice est faible, le secteur est considéré comme étant à faible intensité capitalistique. Formellement, cela s'écrit comme suit :

$$\text{Intensité capitalistique} = \frac{\text{CAPEX}}{\text{VENTES}} \times 100$$

4.1.3 Intensité en Recherche et Développement (R&D)

L'intensité en R&D (INTENSITE EN R&D) se calcule par le rapport entre les dépenses en recherche et développement et les ventes. Plus le ratio est élevé plus le secteur est considéré comme étant à forte intensité en R&D. La formule suivante nous permet de calculer cette intensité :

$$\text{Intensité en R\&D} = \frac{R\&D}{VENTES}$$

Année	4 digit code	Degré de concentration (HHI)	Intensité en R&D	Intensité capitalistique
1994	3571	1137.551	2.802428	5.305963
1995	3571	1088.195	3.297065	4.578082
1996	3571	1038.179	3.568041	4.49633
1997	3571	979.683	136.646	4.626455
1998	3571	881.5591	26.74897	4.751531
1999	3571	865.0919	219.0867	4.450875
2000	3571	788.1064	213.8846	5.231159
2001	3571	786.278	8.01549	5.644583
2002	3571	784.9777	10.14229	5.846905
2003	3571	874.9284	10.15382	3.399687
2004	3571	859.3281	7.308641	3.347485
2005	3571	835.6039	5.834573	3.220541
2006	3571	787.7336	4.359077	2.886053
2007	3571	778.8407	3.975871	2.884367
2008	3571	802.5074	4.174962	3.595026
2009	3571	785.9966	4.084261	2.952277
2010	3571	828.7194	3.657531	2.627386
2011	3571	921.9432	5.051704	2.681631
2012	3571	949.007	3.664315	2.953315
2013	3571	967.6095	3.478417	3.173757
2014	3571	1080.146	3.004542	3.085151

Tableau 12. Disposition des variables sectorielles après traitement. Exemple du secteur 3571⁴²

⁴² Le code 3571 correspond au secteur « ordinateurs électroniques »

4.2 Les variables relatives aux fusions et acquisitions

4.2.1 Expérience d'une entreprise dans domaine des F&A

Nous avons une hypothèse qui considère que l'expérience en matière de F&A modère la relation entre F&A et satisfaction des clients. Les chercheurs considèrent l'expérience d'une organisation en termes de F&A comme étant la somme des opérations de F&A réalisées par cette organisation jusqu'à un moment donné (Haleblian et Finkelstein, 1999). Ainsi, nous calculons l'expérience de l'entreprise dans les F&A comme étant le cumul des opérations réalisées par cette entreprise. Plus précisément, l'opération réalisée en t-1 est additionnée à l'autre réalisée en période t, ainsi de suite. C'est ce cumul qui nous permet finalement de mesurer l'expérience de l'entreprise dans le domaine des fusions-acquisitions.

Par exemple dans le tableau ci-dessous, l'entreprise « Apple Inc. » a réalisée 2 opérations de F&A en 2000, 2 en 2001 et 4 en 2002. Si notre période d'étude s'arrêtait en 2003, l'expérience de cette entreprise serait de 8 dans notre modèle car on estime que, à chaque opération l'entreprise acquiert une expérience dans plusieurs domaines comme par exemple : la capacité de négocier, l'accélération des phases d'intégration, la gestion de réaction des salariés, etc.

Acquéreur	SIC code	Année	Cibles	SIC code	
Apple	3 571	2000	Astarte GmbH-DVD Authoring Software	7372	2
			NetSelector	7372	
Apple	3 571	2001	Spruce Technologies Inc(Japan Information Processing Service Co)	7372	2
			PowerSchool Inc	7371	
Apple	3 571	2002	Emagic Soft-und Hardware GmbH	7372	4
			Silicon Grail Corp-Chalice & Rayz Digital Effects Products	7372	
			Zayante Inc	7372	
			Nothing Real LLC	7372	

Tableau 13. Les opérations de F&A réalisées par Apple Inc. de 2000-2002.

5. Mesure des variables de contrôle

5.1 La taille de l'entreprise

Nous avons contrôlé la taille de l'entreprise parce qu'elle explique à elle seule une importante partie des différences de performance. En effet, les grandes entreprises sont plus connues et jouissent d'économies d'échelle beaucoup plus élevées que les petites entreprises. Certains chercheurs montrent que la taille de l'entreprise influence les rendements de ses actions (Chan et al., 1991). Conformément à d'autres chercheurs, (Ngobo and Gatignon, 2012; Swaminathan et al., 2013), nous mesurons la taille par le logarithme du nombre de ses salariés.

$$TAILLE\ DE\ L'ENTREPRISE = \ln (SALARIES)$$

5.2 La productivité

La productivité correspond au ratio entre la production en unités et le niveau de ressources engagé, par exemple le nombre d'ouvriers. Cependant, il est difficile d'opter pour une telle formule dans la mesure où nous disposons d'entreprises de services pour lesquelles il est difficile d'apprécier la production en unités. Ainsi, conformément à Anderson et al. (1997), la productivité est ici mesurée comme étant le rapport entre les ventes et le nombre des salariés :

$$PRODUCTIVITE = \frac{VENTES}{SALARIES}$$

5.3 L'endettement

Le niveau d'endettement de l'entreprise peut influencer non seulement les efforts en matière de satisfaction des clients en limitant les marges de manœuvre des managers, mais aussi le niveau de rentabilité si les intérêts sont trop élevés, et le rendement des actions en augmentant le niveau de risque. Sur ce, Ngobo and Gatignon (2012) montrent que le niveau élevé d'endettement affecte négativement le rendement des actions de l'entreprise. Nous calculons l'endettement par le rapport de toutes les dettes sur le total des actifs.

$$ENDETTEMENT = \frac{TOTAL\ DETTES}{TOTAL\ ACTIFS}$$

5.4 Les valeurs retardées

Après avoir obtenu les variables ci-dessus, nous avons déterminé les valeurs retardées (*lagged values*) pour chacune de ces variables pour plusieurs raisons, par exemple pour tenir compte du degré important de corrélation dans le temps qui caractérise des séries temporelles. Ainsi, le niveau actuel de la satisfaction des clients (période t) peut s'expliquer par la satisfaction des clients durant la dernière année (période t-1). Dans le tableau 14, on remarque une forte corrélation entre l'ACSI t-1 et l'ACSI en t ($r=0.903$). Ça peut être le cas également pour la taille d'une entreprise en t qui peut s'expliquer en partie par sa taille de l'année passée (t-1), ($r=0.997$).

6. Autres indicateurs comptables/financiers utilisés pour le calcul des variables

Le calcul de certaines variables nécessite l'utilisation de certains indicateurs comptables/financiers, boursiers que nous présentons ci-dessous :

6.1.1 Price close

Le *price close* correspond au cours de l'action à la clôture de la journée. Cet indicateur a été extrait sur *Datastream* où il est disponible sur la base journalière (*daily price close*). Nous l'avons utilisé pour calculer les rendements anormaux (*Abnormal returns*)

6.1.2 R&D to sales

Cet indicateur correspond au rapport entre les dépenses en recherche et développement et les ventes nettes d'une entreprise. Il permet de calculer l'intensité en R&D de chaque secteur.

$$\text{R\&D to sales} = \frac{R\&D}{\text{Ventes nettes}} \times 100$$

6.1.3 Investissements en capital fixe (*Capital expenditure-CAPEX*)

Il s'agit des ressources investies par une entreprise pour financer son actif fixe. Plus spécifiquement, ce sont les dépenses engagées pour l'acquisition de l'équipement et des locaux/bâtiments comme des machines, etc. Toutefois, les dépenses liées aux opérations de

F&A n'y sont pas prises en compte. Cette variable permet de calculer l'intensité capitalistique du secteur.

6.1.4 Dette totale

Il s'agit ici de la somme de toutes les dettes à court et long terme de l'entreprise. Nous faisons le postulat que c'est l'ensemble de la dette qui affecte la performance de l'entreprise pas simplement la dette à long terme.

6.1.5 Le nombre de salariés

La variable « salariés », présentée comme « *employee* » sur Thomson, correspond au nombre total de tous les salariés de l'entreprise, qu'ils soient embauchés à mi-temps ou à temps plein. Cette variable nous permet de calculer la taille de l'entreprise.

6.1.6 Les ventes

Cette variable représente les montants des ventes brutes et d'autres recettes liées à l'exploitation excepté les réductions sur ventes ou les rabais/remises/ristournes (*discounts*) et les subventions d'exploitation (*alloances*). Le montant des ventes nous permet de séparer la variable R&D sur ventes (R&D to sales) et les dépenses en R&D. Elle nous permet également de calculer la productivité.

Les Variables	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
1. Returns	1	0,094																						
2. ACSI	0,094	1																						
3. MERGEROP	-0,073	-0,057	1																					
4. MERGEREXP	0,337	0,112	0,319	1																				
5. HHI	0,018	0,263	-0,15	-0,218	1																			
6. INDRDTOSALES	-0,005	0,023	0,093	0,04	-0,202	1	0,134																	
7. INDCAPINTENSITY	-0,072	-0,314	0,019	-0,198	-0,413	0,134	1																	
8. INDSGATOSALES	0,008	-0,125	0,195	0,202	-0,028	0	-0,23	1																
9. FIRMSIZE	0,144	0,173	0,061	0,151	0,094	0,006	-0,224	-0,059	1															
10. PRODUCTIVITY	0,142	-0,025	0,028	0,112	-0,256	0,115	0,042	-0,125	0,368	1														
11. LEVERAGE	0,029	0,006	-0,164	-0,118	-0,109	0,11	0,247	-0,209	0,047	-0,053	1													
12. ROA	0,024	0,204	0,038	0,068	0,113	-0,058	-0,032	-0,032	0,036	-0,129	-0,039	1												
13. HHIlag	0,015	0,261	-0,136	-0,218	0,985	-0,208	-0,414	-0,033	0,094	-0,259	-0,106	0,117	1											
14. INDRDTOSALES _{lag}	0,048	-0,009	0,096	0,039	-0,205	0,502	0,139	0,022	-0,009	0,104	0,122	-0,034	-0,204	1										
15. INDCAPINTENSITY _{lag}	-0,065	-0,331	0,017	-0,19	-0,412	0,138	0,966	-0,222	-0,229	0,038	0,249	-0,041	-0,41	0,14	1									
16. INDSGATOSALES _{lag}	-0,016	-0,121	0,229	0,182	-0,027	-0,001	-0,236	0,97	-0,058	-0,127	-0,203	-0,032	-0,029	0,019	-0,226	1								
17. MERGEROP _{lag}	-0,064	-0,068	0,307	0,301	-0,148	0,02	0,003	0,186	0,065	0,024	-0,154	0,046	-0,15	0,093	0,019	0,195	1							
18. MERGEREXP _{lag}	0,361	0,123	0,141	0,986	-0,216	0,048	-0,199	0,223	0,167	0,116	-0,123	0,056	-0,218	0,04	-0,198	0,202	0,319	1						
19. ROA _{lag}	0,008	0,147	0,093	0,069	0,108	-0,044	-0,022	-0,03	0,036	-0,201	-0,04	0,636	0,111	-0,055	-0,029	-0,035	0,038	0,068	1					
20. ACSI _{lag}	0,083	0,903	-0,036	0,099	0,258	0,043	-0,304	-0,126	0,177	-0,026	0,006	0,221	0,264	0,012	-0,313	-0,117	-0,057	0,112	0,209	1				
21. Returns _{lag}	0,824	0,106	-0,042	0,295	0,016	0,006	-0,064	0,008	0,134	0,135	0,016	0,061	0,015	-0,016	-0,084	-0,006	-0,073	0,337	0,024	0,096	1			
22. PRODUCTIVITY _{lag}	0,135	-0,002	0,029	0,119	-0,251	0,117	0,05	-0,13	0,368	0,951	-0,042	-0,053	-0,251	0,117	0,036	-0,128	0,028	0,112	-0,129	-0,023	0,131	1		
23. FIRMSIZE _{lag}	0,127	0,18	0,05	0,155	0,099	-0,001	-0,22	-0,063	0,997	0,358	0,043	0,052	0,097	-0,009	-0,224	-0,061	0,061	0,151	0,036	0,173	0,115	0,371	1	
24. LEVERAGE _{lag}	0,046	0,006	-0,183	-0,103	-0,116	0,091	0,248	-0,21	0,04	-0,052	0,939	-0,01	-0,116	0,104	0,252	-0,208	-0,164	-0,118	-0,04	0,001	0,023	-0,051	0,045	1
** La corrélation est significative au niveau 0.01 (bilatéral).																								
* La corrélation est significative au niveau 0.05 (bilatéral).																								

Tableau 14. La matrice de corrélations entre les variables.

7. Approche utilisée pour le test des hypothèses de recherche.

7.1 Les modèles multi-niveaux

Les domaines des statistiques et de l'économétrie mettent à notre disposition plusieurs méthodes qui permettent de tester les hypothèses. Nous avons opté pour la méthode des modèles multiniveaux dans le cadre de cette thèse. Ces modèles sont parfois désignés sous le terme de modèles hiérarchiques, ou modèles mixtes.

Guillem et Givord (2015) expliquent que ces modèles ont été développés pour répondre aux problèmes spécifiques posés par des données structurées selon plusieurs niveaux, typiquement dans le cas où les individus partagent un environnement commun qui peut affecter le comportement auquel on s'intéresse. C'est le cas par exemple des élèves dans une classe qui, au-delà des caractéristiques propres à chacun d'entre eux, bénéficient des conditions d'apprentissage communes, et celles-ci peuvent également influencer sur leurs résultats scolaires. De même, les salariés d'une entreprise, les patients d'un même hôpital, les habitants d'un même quartier, tous partagent un environnement ou un ensemble de caractéristiques communes qui peuvent jouer dans la réalisation individuelle de tel ou tel évènement.

Toutefois, la difficulté est que certaines de ces caractéristiques communes peuvent être identifiées et mesurées, mais que d'autres le sont plus difficilement. Par exemple, dans le cas des élèves, on pourra avoir en général des indications sur le niveau d'expérience des enseignants de cette classe, la localisation de l'établissement scolaire dans un quartier considéré comme « sensible » mais rarement le climat scolaire ou la cohésion de l'équipe pédagogique alors que ces facteurs peuvent être pertinents pour l'analyse.

En considérant, par exemple, le cas de données sur les résultats scolaires d'élèves regroupés au sein des classes, on pourra ainsi mettre simplement en évidence et quantifier les différences au niveau des classes qu'on peut attribuer par exemple à un « effet maître » et surtout étudier dans quelle mesure ces différences demeurent, une fois prise en compte la composition sociale des élèves qui les composent. Quand l'analyse porte au contraire sur les déterminants individuels de la réussite scolaire des élèves, il peut s'avérer indispensable de tenir compte de l'existence de ces effets de contexte pour estimer sans biais l'impact propre des variables dont on souhaite mesurer l'effet.

Pour conclure, nous pouvons dire que les méthodes multi-niveaux tiennent compte du fait que les données sont emboîtées dans des ensembles d'ordre supérieur. L'emboîtement signifie qu'une unité appartient à une catégorie qui est elle-même une unité de catégorie supérieure. Ces méthodes permettent de déterminer là où se situe l'essentielle de la variance (différence dans la variable étudiée), parce que (a) elles mettent l'accent non seulement sur l'individu mais aussi sur le contexte, (b) elles tiennent également compte de la hiérarchie qui existe au sein d'une population.

En effet, au regard de la disposition de nos données, plusieurs facteurs justifient le choix d'un modèle multi-niveau. Tout d'abord, nos données concernent des entreprises évoluant dans différents secteurs et observées sur plusieurs années. Ce qui signifie que nous avons des données à trois niveaux :

1. Niveau 1 qui correspond à la variation annuelle ou intra-entreprise. Exemple : analyser la variation annuelle des scores de satisfaction des clients de l'entreprise Coca Cola depuis 1994 jusqu'en 2014.
2. Niveau 2 qui correspond aux variations inter-firmes ou intra-sectorielles. Exemple : comparer les variations des scores de satisfaction des clients de deux entreprises Coca Cola et Pepsi Cola depuis 1994 jusqu'en 2014, toutes opérant dans le secteur des « *soft drinks* »,
3. Niveau 3 qui correspond aux variations intersectorielles. Exemple : comparer les variations des scores de satisfaction des clients (moyenne annuelle) entre deux secteurs « *soft drinks* » et « *automobile* ».

7.2 Le test de la médiation

L'argument principal de cette recherche est que la satisfaction des clients permet d'expliquer l'influence des F&A sur la performance. En d'autres termes, la satisfaction des clients constitue une variable médiatrice. Nous testons nos modèles en suivant la procédure proposée par Baron and Kenny (1986; Judd and Kenny, 1981) à travers le logiciel Latent Gold 5.0.

Cette méthode a également été utilisée par d'autres chercheurs en marketing (Andrews et al., 2004; Handelman and Arnold, 1999; Luo and Bhattacharya, 2006). Elle propose de tester les relations en quatre étapes⁴³ :

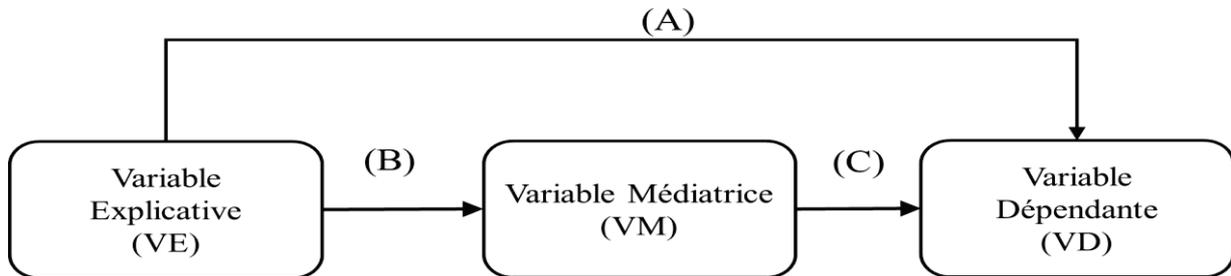


Figure 20. Représentation schématique de la procédure de test de médiation.

1. **Étape 1 (lien A)** : Montrer que les variables initiales ont une influence sur la variable dépendante. Il s'agit dans notre cas d'estimer une régression dans laquelle les variables relatives aux fusions/acquisitions (tout en intégrant des variables de contrôle) influencent la performance de l'entreprise. Cette étape a pour but de s'assurer qu'il existe une réelle influence de la F&A qui peut être canalisée par la satisfaction des clients. De manière formelle, nous utilisons la relation suivante :

$$AR_{ijt} = \pi_{0ij} + \pi_{1,ij} \times FA_{it} + \pi_{2,ij} \times FA_{it} \times \Delta EXP_{it} + \sum_{p=1}^P \pi_{pj} \times \Delta X_{it,p} + \sum_{q=1}^P \pi_{qi} \times \Delta Z_{jt,q} + \mu_{it} \quad (5)$$

$$ROA_{ijt} = \omega_{0ij} + \omega_{1,ij} \times FA_{it} + \omega_{2,ij} \times FA_{it} \times EXP_{it} + \sum_{p=1}^P \omega_{pj} \times X_{it-1,p} + \sum_{q=1}^P \omega_{qi} \times Z_{jt-1,q} + \eta_{ijt} \quad (6)$$

⁴³ De récentes études utilisent la méthode développée par Andrew F. Hayes et Kristopher J. Preacher pour tester la médiation d'une variable (Hayes and Preacher, 2014; Preacher and Hayes, 2008a, 2008b).

Cependant, nous n'avons eu fait recours à cette approche parce que cette démarche ne saisit pas l'hétérogénéité de nos données (133 entreprises, 21 périodes, plus de 50 secteurs d'activité). En effet, la macro dénommée PROCESS utilise les moindres carrés ordinaires [*PROCESS uses an ordinary least squares or logistic regression-based path analytic framework for estimating direct and indirect effects in single and multiple mediator models (parallel and serial), two and three way interactions in moderation models along with simple slopes and regions of significance for probing interactions, conditional indirect effects in moderated mediation models with a single or multiple mediators and moderators, and indirect effects of interactions in mediated moderation models also with a single or multiple mediators*]. Or, dans cette recherche, nous sommes contraints de recourir à des méthodes de maximisation de la vraisemblance (EM-Expectancy Maximization & Ralph-Newton) pour estimer un modèle multi-niveaux tout en testant la médiation.

$$\mu_{ijt} \sim N(0, \sigma_\mu), \eta_{ijt} \sim N(0, \sigma_\eta), \text{ et } \text{Cov}(\mu_{ijt}, \eta_{ijt}) \neq 0$$

Où

AR_{ijt} = le rendement annualisé de l'entreprise i évoluant dans le secteur j en temps t ;

ROA_{ijt} = la rentabilité des actifs de l'entreprise i évoluant dans le secteur j en temps t ;

EXP_{it} = l'expérience en matière de fusion/acquisition de l'entreprise i jusqu'en temps t ;

$X_{i,p}$ = le vecteur de variables de contrôle spécifiques à l'entreprise (exemple, la taille, l'endettement), $p=1, \dots, P$ étant le nombre de variables de contrôle ;

$Z_{j,q}$ = les variables sectorielles (exemple, degré de concentration, intensité en R&D), $q=1, \dots, Q$ étant le nombre de variables

Q étant le nombre de variables

$\pi_{0,ij}$ et $\omega_{0,ij}$ = les constantes supposées varier entre les entreprises et les secteurs ;

$\pi_{1,ij}$ et $\omega_{1,ij}$ = l'influence de la fusion/acquisition sur le rendement et le ROA

$\pi_{2,ij}$ et $\omega_{2,ij}$ = l'influence de l'expérience cumulée de l'entreprise en matière de fusion/acquisition

π_{pj} et ω_{pj} = l'influence des variables de contrôle spécifiques à l'entreprise (Exemple, la taille)

π_{qj} et ω_{qj} = l'influence des variables de contrôle sectorielles (exemple, le degré de concentration du marché, l'intensité en R&D)

μ_{ijt} et η_{ijt} = Les termes d'erreur supposés suivre une loi aléatoire.

L'équation relative aux rendements utilise des mesures non anticipées comme variables explicatives dans la mesure où la littérature admet que le marché financier ne peut réagir qu'à de l'information qui n'est pas anticipée (Srinivasan and Hanssens, 2009). Nous utilisons les différences premières comme approximations des composantes non anticipées de ces variables (Mizik and Jacobson, 2008)⁴⁴.

⁴⁴ L'utilisation des résidus (valeurs réelles – valeurs prédites) n'affecte pas nos résultats. Cependant, la variation est facile à interpréter.

Par ailleurs, dans l'équation (6), nous utilisons des valeurs de contrôle retardées afin d'éviter un problème de causalité inverse qui peut exister entre la rentabilité des actifs (ROA) et des mesures telles que l'endettement, la productivité ou encore la taille de l'entreprise. De même, au niveau sectoriel, il peut y avoir une causalité inverse entre le degré de concentration et la rentabilité des actifs en ce sens que si la concentration du marché renforce la rentabilité des entreprises, la rentabilité des entreprises peut en retour participer aussi au renforcement de la concentration du marché.

2. **Etape 2 (Lien B)** : Montrer que la variable explicative a une influence sur la variable médiatrice. Il s'agit d'utiliser le niveau de satisfaction comme variable dépendante dans une régression où la F&A sert de variable explicative, tout en contrôlant l'influence d'un certain nombre de variables. De manière formelle, nous modélisons la satisfaction des clients comme suit :

$$ACSI_{ijt} = \kappa_{0ij} + \kappa_{1,ij} \times FA_{it} + \kappa_{2,ij} \times FA_{it} \times EXP_{it} + \sum_{p=1}^P \kappa_{pj} \times X_{it-1,p} + \sum_{p=1}^P \kappa_{qi} \times Z_{jt-1,q} + \sum_{p=1}^P \kappa_{exp,q} \times Z_{jt-1,q} \times EXP_{it} + \tau_{ijt} \quad (7)$$

Où les variables sont définies comme dans l'équation (6). Les coefficients de régression sont représentés par κ et τ_{ijt} est le terme d'erreur supposé suivre une loi normale, $\tau_{ijt} \sim N(0, \sigma_\tau)$. Dans l'équation (7), le rôle modérateur des caractéristiques sectorielles s'apprécie avec les coefficients $\kappa_{exp,q}$.

Nous utilisons des valeurs retardées des variables de contrôle dans l'équation (7) afin d'éviter le problème de causalité inverse qui peut exister entre l'endettement et la satisfaction (Anderson et Mansi, 2009), entre la satisfaction et le ROA (Anderson et al 1994) ou encore satisfaction et productivité (Anderson et al 1997). De même, les variables médiatrices sont standardisées pour faciliter leur interprétation.

3. **Etape 3 (Lien C)** : Il s'agit maintenant de montrer que la variable médiatrice (satisfaction des clients) influence réellement la variable finale (dépendante). En particulier, il s'agit d'estimer une régression dans laquelle la variable médiatrice (satisfaction des clients) est une variable explicative de la variable dépendante (performance).

De manière formelle, cela reviendrait à estimer les deux modèles suivants :

$$AR_{ijt} = \varphi_{0ij} + \varphi_{acsi,ij} \times \Delta ACSI_{it} + \sum_{p=1}^P \varphi_{pj} \times \Delta X_{it,p} + \sum_{q=1}^P \varphi_{qi} \times \Delta Z_{jt,q} + \xi_{ijt} \quad (8)$$

$$ROA_{ijt} = \delta_{0ij} + \delta_{acsi,ij} \times ACSI_{it} + \sum_{p=1}^P \delta_{pj} \times X_{it-1,p} + \sum_{q=1}^P \delta_{qi} \times Z_{jt-1,q} + \zeta_{ijt} \quad (9)$$

Où les variables sont définies comme dans l'équation (6). Les coefficients de régression sont représentés par φ , δ et les termes d'erreur par ξ et ζ , $\xi_{ijt} \sim N(0, \sigma_\xi)$, $\zeta_{ijt} \sim N(0, \sigma_\zeta)$, et $\text{Cov}(\xi_{ijt}, \zeta_{ijt}) \neq 0$.

4. **Etape 4 (liens B & C)** : Il est ici question d'estimer une régression dans laquelle la variable explicative et la variable médiatrice influencent la variable dépendante. Il s'agit à partir de ces résultats de décider si la satisfaction constitue une variable médiatrice totale ou partielle de la relation entre F&A et performance de l'entreprise. Si c'est le cas alors, les mesures des F&A ne devraient plus être significativement liées à la performance. Si par contre les mesures des F&A et la satisfaction des clients demeurent significatives, alors il y a simplement une médiation partielle. En d'autres termes, seule une partie de l'influence des F&A passe par la satisfaction.

$$AR_{ijt} = \pi_{0ij} + \pi_{1,ij} \times FA_{it} + \pi_{2,ij} \times FA_{it} \times \Delta EXP_{it} + \pi_{3,ij} \times \Delta ACSI_{it} + \sum_{p=1}^P \pi_{pj} \times \Delta X_{it,p} + \sum_{q=1}^P \pi_{qi} \times \Delta Z_{jt,q} + \mu_{it} \quad (10)$$

$$ROA_{ijt} = \omega_{0ij} + \omega_{1,ij} \times FA_{it} + \omega_{2,ij} \times FA_{it} \times EXP_{it} + \omega_{3,ij} \times ACSI_{it} + \sum_{p=1}^P \omega_{pj} \times X_{it-1,p} + \sum_{q=1}^P \omega_{qi} \times Z_{jt-1,q} + \eta_{ijt} \quad (11)$$

$$\mu_{ijt} \sim N(0, \sigma_\mu), \eta_{ijt} \sim N(0, \sigma_\eta), \text{ et } \text{Cov}(\mu_{ijt}, \eta_{ijt}) \neq 0$$

Hétérogénéité non observée : Nous contrôlons l'influence des variables non observées ou mesurées telles que la réputation de l'entreprise, la qualité du management, en décomposant les paramètres des modèles (6) à (11).

Pour illustrer cette approche, nous allons décomposer les paramètres contenus dans l'équation (4) comme suit :

$$\pi_{0ij} = \pi_{000} + \lambda_0 \times \theta_i + \gamma_0 \times \theta_j \quad (12)$$

$$\pi_{index,ij} = \pi_{index,00} + \lambda_{index} \times \theta_i + \gamma_{index} \times \theta_j \quad (13)$$

$$\pi_{pj} = \pi_{p0} + \gamma_p \times \theta_j \quad (14)$$

$$\pi_{qi} = \pi_{q0} + \gamma_q \times \theta_j \quad (15)$$

Où

θ_i = un facteur latent qui permet de saisir des différences non observées entre les entreprises ; il nous sera possible d'obtenir un score factoriel pour chaque entreprise i .

θ_j = un facteur latent qui permet de saisir les différences non observées entre les secteurs ; il sera possible d'obtenir un score factoriel pour chaque secteur j .

λ = un coefficient qui représente une contribution du θ_i sur le paramètre ; il permet, quand il est statistiquement significatif, de savoir s'il existe des différences (non observées) entre les entreprises.

γ = un coefficient qui saisit la contribution du facteur θ_j sur le coefficient et permet, quand il est statistiquement significatif d'estimer les différences non observées entre les secteurs.

$\pi_{000}, \pi_{index,00}, \pi_{p0}, \pi_{q0}$ = des constantes (effets moyens) une fois les spécificités des entreprises et des secteurs prises en compte.

Il convient de noter que les contributions factorielles peuvent être positives ou négatives. Quand le coefficient factoriel est positif (par exemple, $\gamma > 0$), cela signifie que les secteurs qui ont des scores factoriels θ_j positifs ou élevés ont tendance à se démarquer positivement de la moyenne. Une autre manière de les interpréter est de les considérer comme des écarts type autour du coefficient moyen, par exemple, en prenant $\sqrt{(\gamma)^2}$. Dans ce cas, plus la valeur est élevée plus il y a de la dispersion autour de l'influence de la variable.

Nous estimerons ainsi de tels modèles pour retenir la meilleure spécification à partir du critère d'information bayésien ou *BIC* (*Bayesian Information Criterion* en anglais). Plus sa valeur est faible mieux c'est. Pour cela, nous utilisons le logiciel *Latent Gold 5.1* développé par *Statistical Innovations*.

Conclusion du troisième chapitre

Dans ce troisième chapitre, nous avons présenté nos données après avoir indiqué le bienfondé du recours aux données secondaires. Concernant les données comptables et financières, elles sont issues de *Thomson One Banker*, *Datastream* et le site internet de *Kenneth R. French*. Pour les données marketing, nous avons utilisé les scores de satisfactions disponibles sur le site du projet ACSI. Nous utilisons la rentabilité des actifs et les rendements des actions comme indicateurs de la performance comptable et financière.

Nous terminons ce chapitre en justifiant le choix de l'utilisation du modèle multi-niveau pour tester nos hypothèses. Ce choix est dû au fait que les entreprises de notre échantillon évoluent dans plusieurs secteurs différents, que les données en rapport avec ces entreprises sont étalées sur plusieurs années et que la satisfaction des clients est considérée comme une variable médiatrice entre la relation F&A et la valeur de l'entreprise.

CHAPITRE IV : RESULTATS ET ANALYSE

Introduction

Dans ce chapitre, nous allons présenter et analyser les résultats obtenus à la suite de différentes estimations des modèles présentés dans le chapitre 3. Il s'agit précisément de savoir si nos hypothèses sont validées ou rejetées. Nous mettrons un accent particulier sur les deux dernières hypothèses (H6 et H7) qui nous permettent de mesurer l'existence d'un effet médiateur de la satisfaction des clients.

Section 1. Relations directes entre fusions et acquisitions et performance de l'entreprise

Nous avons estimé plusieurs modèles pour vérifier l'existence d'une relation entre fusion/acquisition et mesures de la performance (cf. Tableau 15). Il apparaît que le modèle 4 qui prend en compte l'hétérogénéité des constantes et des coefficients de régression s'ajuste mieux aux données que les autres modèles. Par conséquent, nous discuterons des paramètres issus de ce modèle.

MODELES	LL	BIC	#parm
Modèle 1 : Effets fixes (sans prise en compte de l'hétérogénéité)	-3640,503	7408,1542	26
Modèle 2 : Modèle 1 et Hétérogénéité des constantes uniquement	-3637,068	7406,1755	27
Modèle 3 : Modèle 2 + Hétérogénéité des coefficients (entreprise)	-3620,552	7387,8138	30
Modèle 4 : <i>Modèle 3 + Hétérogénéité des coefficients (secteur)</i>	-3383,923	6963,4594	40

Tableau 15. Statistiques pour le choix du meilleur model (étape 1 de la médiation).

1. Relation directe entre fusion/acquisition et rendements des actions

1.1 Effets des fusions & acquisitions

Dans la partie précédente, l'équation de la relation F&A et rendements des actions est présentée comme suit :

$$AR_{jt} = \pi_{0ij} + \pi_{1,ij} \times FA_{it} + \pi_{2,ij} \times FA_{it} \times \Delta EXP_{it} + \sum_{p=1}^P \pi_{pj} \times \Delta X_{it,p} + \sum_{q=1}^P \pi_{qi} \times \Delta Z_{jt,q} + \mu_{it}$$

Les résultats de l'analyse présentés dans le Tableau 16 ci-dessous, montrent que le fait d'avoir été impliqué dans une opération de fusion/acquisition ou pas n'a pas d'influence significative (-0,001, $p=0,32$). Par contre, nous constatons que c'est l'expérience en matière de fusion/acquisition qui a une influence négative et significative sur le stock return (-0,001, $p=0,039$). Cette relation négative signifie que les investisseurs apprécient peu les entreprises qui accumulent les fusions et acquisitions au fur et à mesure de l'année, anticipant probablement les difficultés d'intégration. Ces résultats confirment les travaux antérieurs qui montrent que les entreprises acquéreuses sont souvent perdantes lors d'une F&A (Agrawal et al., 1992; Andrade et al., 2001).

1.1.1 Variables de contrôle

Nous constatons que la variable la plus corrélée aux rendements des entreprises est le niveau de rendement atteint en t-1 (0,891, $p<0,001$). Il y aurait donc une persistance dans les rendements à travers le temps. En d'autres termes, en connaissant le niveau de rendement actuel, il est possible de prévoir le rendement futur. La taille a une relation négative avec les rendements (-0,019, $p<0,001$), dans la mesure où les investisseurs prévoient plus facilement les rendements de grandes entreprises que de petites, ce qui fait qu'il y a peu de surprise (*abnormal returns*). L'endettement a une relation négative, bien que faible, indiquant que les investisseurs sont peu disposés à investir dans des entreprises endettées.

Au niveau sectoriel, il apparaît que les rendements ont tendance à baisser à mesure que l'intensité en R&D du secteur augmente (-0,001, $p<0,001$). Ceci peut correspondre au fait que la R&D est un investissement risqué pour lequel les entreprises ne sont pas certaines qu'il produise des résultats, qui seront ensuite commercialisables sur le marché (Aboody and Lev, 1998; Kothari et al., 2002). L'intensité capitalistique est également négativement associée au niveau des rendements (-0,004, $p<0,001$). Ce qui est conforme aux résultats de Elmasr et al. (2007b) qui observent que le marché applique une décote sur le cours des actions d'entreprises à forte intensité capitalistique dans la mesure où l'intensité capitalistique affecte le niveau de bénéfices des entreprises car le capital génère beaucoup de charges fixes.

1.1.2 Hétérogénéité

L'utilisation des différences premières semble avoir neutralisé l'hétérogénéité entre les firmes. Seule demeure l'hétérogénéité entre les secteurs notamment au niveau de l'impact des variables de contrôle que sont la rentabilité des actifs (0,002, $p < 0,01$), la taille de l'entreprise (0,03, $p < 0,05$) et l'endettement (0,001, $p < 0,01$). Dans la mesure où ces coefficients sont des contributions factorielles associées au facteur latent θ_j , cela signifie que les secteurs qui ont des scores factoriels élevés ont tendance à se démarquer positivement. Par exemple, si nous prenons l'influence de la taille de l'entreprise sur les rendements, nous pouvons la décomposer de la manière suivante :

$$\pi_{taille,j} = -0,019 + 0,03 \times \theta_j$$

Sachant que Latent Gold 5.1 calcule des scores factoriels pour chaque secteur, il est possible de classer les secteurs selon la valeur de leur score. Ainsi, lorsqu'un secteur a un score factoriel de $\theta = 2,335$, cela signifie que l'impact de la taille d'une entreprise dans ce secteur est de $\pi_{taille} = -0,019 + 0,03 \times 2,335 = 0,051$.

Pour un secteur dont le score factoriel est de $\theta = -1,345$, l'impact serait de $= -0,059$. C'est pour cela que le coefficient d'hétérogénéité doit se lire ici de la manière suivante : la taille de l'entreprise a un impact positif dans des secteurs ayant des scores factoriels élevés (positifs).

Une autre manière de lire ces coefficients est de les transformer en écart type ou en prenant leur valeur absolue. Ainsi, nous pouvons affirmer que les secteurs diffèrent beaucoup plus dans la manière dont la taille de l'entreprise influence les rendements, suivis de la manière dont le ROA et de l'endettement influencent les rendements.

	Coef.	z-value	p-value
Constante	0,009	9,412	0,000
Fusion & Acquisition			
Fusion/Acquisition (OUI/NON)	-0,001	-1,000	0,320
Variation Expérience en F&A x Fusion/Acquisition (OUI/NON)	-0,001	-2,064	0,039
Variables de contrôle			
<i>Variables spécifiques à l'entreprise</i>			
Variable dépendante retardée (rendements des actions)	0,891	72,436	0,000
Variation du ROA	0,000	-1,264	0,210
Variation de la Productivité	0,000	-1,225	0,220
Variation de la taille de l'entreprise	-0,019	-4,973	0,000
Variation de l'endettement	0,000	-2,035	0,042
<i>Variables sectorielles</i>			
Variation du degré de concentration	0,000	1,493	0,140
Variation de l'intensité en R&D	-0,001	-4,057	0,000
Variation de l'intensité capitalistique	-0,004	-6,168	0,000
Hétérogénéité non observée			
<i>Au niveau sectoriel</i>			
Variation du ROA	0,002	2,769	0,006
Variation de la taille de l'entreprise	0,030	2,188	0,029
Variation de l'endettement	0,001	2,958	0,003

Tableau 16. Etape 1 du test de la médiation. Relation directe entre F&A et mesures de la performance) - Rendements (Abnormal stock returns).

2. Relation directe entre fusion/acquisition et performance comptable de l'entreprise

2.1 Effets des fusions & acquisitions

La relation directe entre les opérations de fusions-acquisitions et la performance comptable d'une entreprise est présentée à partir de l'équation suivante :

$$ROA_{ijt} = \omega_{0ij} + \omega_{1,ij} \times FA_{it} + \omega_{2,ij} \times FA_{it} \times EXP_{it} + \sum_{p=1}^P \omega_{pj} \times X_{it-1,p} + \sum_{p=1}^P \omega_{qi} \times Z_{jt-1,q} + \eta_{ijt}$$

Ainsi, nous présentons les résultats relatifs à la performance comptable mesurée à travers la rentabilité des actifs (cf. tableau 17). En ce qui concerne les fusions et acquisitions, nous constatons que les entreprises qui s'engagent dans une fusion/acquisition sont plus rentables que les autres (2,158, $p=0,011$). Il existe ainsi une relation directe qui peut être canalisée par des variables médiatrices. Cette relation signifie que contrairement à la réaction (négative) des investisseurs sur le marché financier observée plus haut (cf. Tableau 16), les fusions et acquisitions contribuent à la rentabilité comptable. Le reste de l'analyse nous permettra de comprendre si cela passe ou non par la satisfaction des clients.

2.1.1 Variables de contrôle

Nous constatons que la rentabilité s'explique également par le niveau d'endettement (0,109, $p<0,001$). Cette relation positive peut s'interpréter du point de vue de la théorie du free cash-flow (Jensen, 1986). Selon cet auteur, en situation de *free cash-flow*, les dirigeants peuvent être tentés de s'engager dans des investissements destructeurs de valeur, telles que des fusions/acquisitions conglomerales⁴⁵. L'endettement incite les dirigeants à s'engager dans des projets rentables pour pouvoir payer les charges d'intérêts qui en résultent et éviter la faillite de l'entreprise. La discipline imposée par l'endettement signifie donc que les dirigeants utiliseront les ressources de l'entreprise de manière efficiente sur des projets qui sont susceptibles de créer de la valeur pour les actionnaires.

⁴⁵ Rappel : une opération de F&A conglomerale concerne le rapprochement de firmes dont les métiers sont sans lien les uns avec les autres.

Nous observons également que la taille de l'entreprise influence positivement sa rentabilité (0,372, $p < 0,01$). Les grandes entreprises bénéficient généralement des économies d'échelle qui leur permettent de réduire les coûts et par conséquent d'améliorer le ROA. La productivité est également liée à la rentabilité de l'entreprise (0,002, $p < 0,05$) dans la mesure où la productivité permet de produire de manière efficiente (moins chère). Enfin, il apparaît une forte autocorrélation (0,458, $p < 0,001$) qui signifie que le niveau de rentabilité actuel est en partie lié à la rentabilité en $t-1$. Une telle autocorrélation peut s'expliquer par le fait que les entreprises ne changent pas systématiquement les options stratégiques qui déterminent leur rentabilité d'une année sur une autre.

2.1.2 Hétérogénéité non observée

Si les variables sectorielles n'ont pas d'influence significative sur le ROA, il apparaît tout de même une certaine hétérogénéité non observée au niveau sectoriel. Par exemple, on peut observer qu'il existe de grandes différences au niveau de la rentabilité entre les secteurs ($\gamma = 11,012$, $p < 0,001$). De même, l'influence des variables spécifiques à l'entreprise diffère également d'un secteur à un autre : endettement ($\gamma = -0,125$, $p < 0,001$), taille de l'entreprise ($\gamma = -0,403$, $p < 0,001$), productivité ($\gamma = -0,003$, $p < 0,001$), et surtout l'impact des fusions/acquisitions ($\gamma = -3,586$, $p < 0,001$).

Pour mieux comprendre ces différences, nous utilisons les scores factoriels (θ) générés par Latent Gold (cf. Tableau 18, p. 144). A partir des scores factoriels et de la contribution factorielle, il est possible d'estimer l'effet d'une fusion/acquisition dans chaque secteur en utilisant la relation suivante :

$$\pi_{F\&A,j} = 2,158 - 3,586 \times \theta_j$$

	Coeff.	z-value	p-value
Constante	-6,261	-2,286	0,022
<i>Fusion & Acquisition</i>			
Fusion/Acquisition (OUI/NON)	2,158	2,529	0,011
Expérience en F&A x Fusion/Acquisition (OUI/NON)	0,007	0,237	0,810
Variables de contrôle			
<i>Variables spécifiques à l'entreprise</i>			
Variable dépendante retardée	0,458	12,714	0,000
Endettement	0,109	3,525	0,000
Productivité	0,002	2,271	0,023
Taille de l'entreprise	0,372	2,563	0,010
<i>Variables sectorielles</i>			
Degré de concentration	0,000	0,255	0,800
Intensité en R&D	-0,028	-0,220	0,830
Intensité capitalistique	-0,094	-1,040	0,300
Hétérogénéité non observée			
<i>Différences inter-entreprises non observées</i>			
Constante	1,000	.	.
<i>Différences intersectorielles non observées</i>			
Constante	11,012	6,261	0,000
Variable dépendante retardée	0,101	6,231	0,000
Endettement	-0,125	-3,375	0,001
Productivité	-0,003	-4,277	0,000
Taille de l'entreprise	-0,403	-3,509	0,000
Fusion/Acquisition (OUI/NON)	-3,586	-4,304	0,000

Tableau 17. Etape 1 du test de la médiation. Test de la relation directe entre fusion/acquisition et mesures de la performance⁴⁶ - (Rentabilité des actifs).

⁴⁶ NB : Nous ne rapportons que les coefficients d'hétérogénéité qui sont significatifs

Nous pouvons ainsi observer que les fusions/acquisitions ont un effet plus marqué sur les sociétés Internet (Business Services selon la classification SIC) telles que *Priceline*, *E-bay*, etc. En d'autres termes, si les fusions/acquisitions influencent positivement la rentabilité des actifs (2,158), cette influence est plus marquée dans certains secteurs que dans d'autres.

Les contributions factorielles permettent également de constater (cf. Tableau 19, p.145) que la constante (c'est-à-dire la rentabilité moyenne) diffère d'un secteur à un autre. La rentabilité est plus grande dans des secteurs traditionnels que dans des secteurs Internet (ex. -23,548).

Code	Secteurs	Scores factoriels	Contribution factorielle	Effet total
73	Business Services (ex. Ebay, Priceline)	-2,334	-3,586	10,529
13	Oil And Gas Extraction	-0,103	-3,586	2,528
42	Motor Freight Transportation And Warehousing	-0,022	-3,586	2,237
45	Transportation By Air (ex. Delta Air Lines Inc)	0,001	-3,586	2,156
47	Transportation Services (ex. Expedia Inc)	0,102	-3,586	1,794
67	Holding And Other Investment Offices (ex. Charles Schwab)	0,111	-3,586	1,76
57	Home Furniture, Furnishings, And Equipment Stores (ex. Circuit City Stores)	0,433	-3,586	0,605
62	Security And Commodity Brokers, Dealers, Exchanges, And Services (ex. E*TRADE Financial Corp)	0,528	-3,586	0,265
39	Miscellaneous Manufacturing Industries	0,622	-3,586	-0,072
29	Petroleum Refining And Related Industries	0,649	-3,586	-0,17
52	Building Materials, Hardware, Garden Supply, And Mobile Home Dealers (ex. Home Depot)	0,655	-3,586	-0,192
70	Hotels, Rooming Houses, Camps, And Other Lodging Places (ex. Hilton Hotels Corp.)	0,672	-3,586	-0,251
58	Eating And Drinking Places (ex. McDonald's)	0,678	-3,586	-0,275
21	Tobacco Products	0,692	-3,586	-0,324
23	Apparel And Other Finished Products Made From Fabrics And Similar Materials (ex. Liz Claiborne Inc)	0,697	-3,586	-0,341
48	Communications (ex. Comcast)	0,7	-3,586	-0,353
28	Chemicals And Allied Products (e.g. Colgate Palmolive)	0,725	-3,586	-0,441
63	Insurance Carriers (ex. Aetna Inc, Allstate)	0,736	-3,586	-0,482
53	General Merchandise Stores (ex. Wal Mart Stores Inc)	0,739	-3,586	-0,492
36	Electronic And Other Electrical Equipment And Components, Except Computer Equipment	0,741	-3,586	-0,498
60	Depository Institutions (ex. Wells Fargo & Company, Wachovia)	0,742	-3,586	-0,502
20	Food And Kindred Products (ex. General Mills Inc)	0,742	-3,586	-0,503
37	Transportation Equipment	0,742	-3,586	-0,503
49	Electric, Gas, And Sanitary Services (ex. Edison International Corp)	0,742	-3,586	-0,503
59	Miscellaneous Retail (ex. 1-800-Flowers, com Inc)	0,742	-3,586	-0,503
54	Food Stores (ex. SuperValu)	0,742	-3,586	-0,504
35	Industrial And Commercial Machinery And Computer Equipment	0,757	-3,586	-0,556
56	Apparel And Accessory Stores	0,766	-3,586	-0,59

Tableau 18. Scores factoriels et impact des fusions/acquisitions sur la ROA de chaque secteur

Code	Secteurs	Scores factoriels	Contribution	ROA moyen
73	Business Services (ex. Ebay, Priceline)	-2,334	11,012	-23,548
13	Oil And Gas Extraction	-0,103	11,012	1,022
42	Motor Freight Transportation And Warehousing	-0,022	11,012	1,917
45	Transportation By Air (ex. Delta Air Lines Inc)	0,001	11,012	2,165
47	Transportation Services (ex. Expedia Inc)	0,102	11,012	3,276
67	Holding And Other Investment Offices (ex. Charles Schwab)	0,111	11,012	3,381
57	Home Furniture, Furnishings, And Equipment Stores (ex. Circuit City Stores)	0,433	11,012	6,927
62	Security And Commodity Brokers, Dealers, Exchanges, And Services (ex. E*TRADE Financial Corp)	0,528	11,012	7,972
39	Miscellaneous Manufacturing Industries	0,622	11,012	9,005
29	Petroleum Refining And Related Industries	0,649	11,012	9,306
52	Building Materials, Hardware, Garden Supply, And Mobile Home Dealers (ex. Home Depot)	0,655	11,012	9,373
70	Hotels, Rooming Houses, Camps, And Other Lodging Places (ex. Hilton Hotels Corp)	0,672	11,012	9,555
58	Eating And Drinking Places (ex. McDonald's)	0,678	11,012	9,629
21	Tobacco Products	0,692	11,012	9,781
23	Apparel And Other Finished Products Made From Fabrics And Similar Materials (ex. Liz Claiborne Inc)	0,697	11,012	9,833
48	Communications (ex. Comcast)	0,7	11,012	9,869
28	Chemicals And Allied Products (ex. Colgate Palmolive)	0,725	11,012	10,141
63	Insurance Carriers (ex. Aetna Inc, Allstate)	0,736	11,012	10,266
53	General Merchandise Stores (ex. Wal Mart Stores Inc)	0,739	11,012	10,296
36	Electronic And Other Electrical Equipment And Components, Except Computer Equipment	0,741	11,012	10,313
60	Depository Institutions (ex. Wells Fargo & Company, Wachovia)	0,742	11,012	10,327
20	Food And Kindred Products (ex. General Mills Inc)	0,742	11,012	10,329
37	Transportation Equipment	0,742	11,012	10,329
49	Electric, Gas, And Sanitary Services (ex. Edison International Corp)	0,742	11,012	10,329
59	Miscellaneous Retail (ex. 1-800-Flowers.com Inc)	0,742	11,012	10,329
54	Food Stores (ex. SuperValu)	0,742	11,012	10,332
35	Industrial And Commercial Machinery And Computer Equipment	0,757	11,012	10,493
56	Apparel And Accessory Stores	0,766	11,012	10,596

Tableau 19. Différences de rentabilité moyenne entre les secteurs.

Enfin, en appliquant la même démarche, nous pouvons constater (cf. Tableau 20, p.147) que l'influence de la taille de l'entreprise, de l'endettement et la productivité est plus grande dans le secteur Internet, jugé plus jeune, que dans des secteurs plus anciens.

Code	Secteurs	Productivité	Endettement	Taille de l'entreprise
73	Business Services (ex. Ebay, Priceline)	2,165	2,45	3,099
13	Oil And Gas Extraction	2,158	2,171	2,2
42	Motor Freight Transportation And Warehousing	2,158	2,161	2,167
45	Transportation By Air (ex. Delta Air Lines Inc)	2,158	2,158	2,158
47	Transportation Services (ex. Expedia Inc)	2,158	2,145	2,117
67	Holding And Other Investment Offices (ex. Charles Schwab)	2,158	2,144	2,113
57	Home Furniture, Furnishings, And Equipment Stores (ex. Circuit City Stores)	2,157	2,104	1,983
62	Security And Commodity Brokers, Dealers, Exchanges, And Services (ex. E*TRADE Financial Corp)	2,156	2,092	1,945
39	Miscellaneous Manufacturing Industries	2,156	2,08	1,907
29	Petroleum Refining And Related Industries	2,156	2,077	1,896
52	Building Materials, Hardware, Garden Supply, And Mobile Home Dealers (ex. Home Depot)	2,156	2,076	1,894
70	Hotels, Rooming Houses, Camps, And Other Lodging Places (ex. Hilton Hotels Corp)	2,156	2,074	1,887
58	Eating And Drinking Places (ex. McDonald's)	2,156	2,073	1,885
21	Tobacco Products	2,156	2,071	1,879
23	Apparel And Other Finished Products Made From Fabrics And Similar Materials (ex. Liz Claiborne Inc)	2,156	2,071	1,877
48	Communications (ex. Comcast)	2,156	2,07	1,876
28	Chemicals And Allied Products (e.g. Colgate Palmolive)	2,156	2,067	1,866
63	Insurance Carriers (ex. Aetna Inc, Allstate)	2,156	2,066	1,861
53	General Merchandise Stores (ex. Wal Mart Stores Inc)	2,156	2,066	1,86
36	Electronic And Other Electrical Equipment And Components, Except Computer Equipment	2,156	2,065	1,86
60	Depository Institutions (ex. Wells Fargo & Company, Wachovia)	2,156	2,065	1,859
20	Food And Kindred Products (ex. General Mills Inc)	2,156	2,065	1,859
37	Transportation Equipment	2,156	2,065	1,859
49	Electric, Gas, And Sanitary Services (ex. Edison International Corp)	2,156	2,065	1,859
59	Miscellaneous Retail (ex. 1-800-Flowers, com Inc)	2,156	2,065	1,859
54	Food Stores (ex. SuperValu)	2,156	2,065	1,859
35	Industrial And Commercial Machinery And Computer Equipment	2,156	2,063	1,853
56	Apparel And Accessory Stores	2,156	2,062	1,849

Tableau 20. Différences d'effets des variables de contrôle entre les secteurs.

Section 2. Les relations directes entre F&A et satisfaction des clients (étape 2)

Dans notre modèle, une fusion/acquisition exerce une influence directe sur la satisfaction des clients mesurée à travers l'indice ACSI. Nous proposons également que l'effet d'une F&A sur la satisfaction soit modéré par des variables sectorielles. Ainsi, nous avons commencé par estimer un modèle de base sans les variables modératrices. Puis, nous avons estimé le modèle complet, correspondant à l'équation 7.

Le tableau 21 montre que le meilleur modèle est celui qui inclut les variables modératrices dans la mesure où il produit le BIC le plus faible.

MODELES	LL	BIC(LL)	Npar
Modèle de base	-5260,8752	10619,5574	20
Modèle avec effets modérateurs des variables sectorielles	-5242,6676	10588,0325	21

Tableau 21. Modèle de base et modèle avec effets modérateurs des variables sectorielles.

1. Effets moyens

Les tests réalisés et présentés dans le tableau 22 (page 153) montrent qu'il y a un effet de base négatif d'une F&A sur la satisfaction (-0,548, $p < 0.01$). Toutefois, on observe un effet modérateur positif de l'expérience de l'entreprise en matière de fusion-acquisition (0,068, $p < 0.01$). En d'autres termes, ce sont les entreprises qui disposent d'une longue expérience en matière de F&A qui arrivent à améliorer le niveau de satisfaction de leurs clients. L'effet direct négatif peut s'expliquer à la fois par des réactions des clients et par des difficultés d'intégration d'une entreprise suite à une F&A.

En effet, dans certains secteurs, les clients peuvent réagir négativement à l'acquisition de leur prestataire par une autre entreprise. A travers le phénomène de réactance psychologique, les clients qui se sentent privés de leurs libertés de choix peuvent ne pas apprécier les modifications provoquées par les fusions et acquisitions. Ces résultats correspondent aux observations d'autres chercheurs comme Mamatov et al. (2010). Ils correspondent également aux résultats de l'enquête menée par *BusinessWeek* en 2004 et l'*ACSI*.

L'effet modérateur positif de l'expérience en matière de F&A peut refléter la capacité d'anticipation et de gestion des acquisitions par l'entreprise, et donc la possibilité, pour elle, de réaliser des gains de productivité, d'améliorer la valeur perçue et le niveau de satisfaction des clients. L'entreprise expérimentée est en mesure d'anticiper les effets négatifs d'une F&A sur les clients et par conséquent, elle se réfère aux transactions antérieures pour mettre en place de bonnes stratégies en matière d'amélioration de la satisfaction des clients. Par conséquent, H1 est validée, à savoir : l'impact d'une fusion/acquisition sur le niveau de satisfaction des clients augmente avec le niveau d'expérience accumulée par l'entreprise acquéreuse.

2. L'influence des variables sectorielles

2.1 Le rôle modérateur du degré de concentration

H2 propose que l'impact d'une fusion/acquisition sur le niveau de satisfaction des clients augmente avec le degré de concentration du secteur de l'entreprise acquéreuse. Cette hypothèse ne peut être acceptée dans la mesure où l'interaction n'est pas significative.

2.2 L'influence de l'intensité en R&D

H3 propose que l'effet d'une F&A sur le niveau de satisfaction des clients sera plus marqué (positif) à mesure que l'intensité en R&D dans le secteur de l'entreprise acquéreuse augmente. Les résultats montrent que le coefficient de l'interaction entre l'implication dans une F&A et l'intensité en R&D est significatif et positif (0.083, $p < 0,05$).

L'hypothèse H3 est alors validée. Ainsi, suivant les travaux de Porter (1985), deux facteurs peuvent expliquer ces résultats :

- a) La R&D permet d'améliorer la qualité des produits/services existants. Elle permet également de développer de nouveaux produits et services innovants capables de mieux répondre aux besoins/attentes des clients (*Product R&D*). La R&D peut dès lors améliorer le niveau de satisfaction des clients à travers la différenciation.
- b) La R&D permet d'améliorer et/ou de développer de nouveaux procédés de production. Elle permet ainsi à l'entreprise de produire de manière plus efficiente et de vendre moins cher

(*Process R&D*). Par conséquent, l'entreprise sera capable d'améliorer la valeur perçue de ses clients, notamment les bénéfices-produit et possiblement le prix d'achat.

2.3 L'influence de l'intensité capitalistique

H4 propose que l'effet d'une fusion-acquisition sur la satisfaction des clients soit plus positif à mesure que l'intensité capitalistique dans le secteur de l'acquéreur augmente. Dans le tableau 22 ci-dessous, les résultats montrent que le coefficient de l'interaction entre l'implication dans une F&A et l'intensité capitalistique est significative et négative (-0,006, $p < 0,05$). L'hypothèse H4 est alors rejetée.

Rousseau et Caruso (2015) du cabinet *Bain & Company* considèrent que les F&A sont un moyen pour rentabiliser les entreprises évoluant dans des secteurs à forte intensité capitalistique. Ces entreprises peuvent y arriver en recherchant autant des économies d'échelle que des économies de champ, et en se lançant dans une diversification géographique. Par conséquent, notre résultat peut refléter la difficulté pour une entreprise évoluant dans un secteur à forte intensité capitalistique à réussir l'intégration de nouvelles acquisitions et donc la difficulté, pour elle, de réaliser des synergies susceptibles d'améliorer le niveau de satisfaction des clients.

Une F&A dans des secteurs à forte intensité capitalistique peut aussi se traduire par une augmentation des prix pour les clients notamment avant que l'entreprise arrive à réaliser des synergies et donc des économies. Dans ces conditions, une opération de croissance par F&A affectera négativement la satisfaction des clients des entreprises impliquées et opérant dans ce secteur.

3. L'influence des variables de contrôle

3.1 Les variables spécifiques à l'entreprise

Au niveau des variables spécifiques à l'entreprise (cf. tableau 22), on observe une forte autocorrélation (0,534, $p < 0,01$) entre l'ACSI et L'ACSI retardée. Cela veut dire que le niveau actuel de satisfaction est influencé par la satisfaction antérieure des clients (t-1). Plusieurs raisons peuvent être invoquées pour expliquer cette relation : (a) l'entreprise ne change pas sa stratégie marketing du jour au lendemain, ce qui veut dire que les mesures prises en t-1 continuent à porter des fruits l'année suivante, (b) la stabilité des opinions des clients à l'égard de l'entreprise dans le temps.

On constate également que la taille de l'entreprise a tendance à réduire le niveau de satisfaction des clients de l'entreprise (-0,113, $p < 0,05$). Les entreprises de grande taille s'adressent à un grand nombre de clients aux besoins hétérogènes. L'hétérogénéité des attentes et des besoins rend difficile la satisfaction des clients, tel est surtout le cas dans le domaine des services où l'offre doit être personnalisée (Anderson et al., 1997b). On observe que la productivité est liée à la satisfaction de l'entreprise (0,001, $p < 0,01$). Les entreprises productives sont capables de vendre moins cher que leurs concurrents. Cela pourrait contribuer à améliorer la valeur perçue par les clients et par conséquent leur satisfaction.

3.2 Les variables sectorielles

Toujours dans le tableau 22, on constate que certaines variables sectorielles expliquent les différences de satisfaction entre les entreprises. Ainsi, nous observons que l'intensité en R&D est négativement liée au niveau de satisfaction des clients (-0,050, $p < 0,05$). En d'autres termes, les entreprises qui évoluent dans des secteurs à forte intensité en R&D ont tendance à avoir des scores de satisfaction plus faibles que celles qui évoluent dans les secteurs à faible intensité en R&D. Ceci peut refléter le fait que la R&D produit généralement des résultats avec retard. Dès lors, à court terme, les entreprises peuvent vouloir récupérer leurs sommes investies en R&D en augmentant les prix. De même, nous observons que l'intensité capitalistique a un effet négatif sur le niveau de satisfaction des clients (-0,047, $p < 0,05$). Ceci reflète probablement le fait que les entreprises évoluant dans ces secteurs ont des coûts plus élevés.

3.3 Hétérogénéité non observée

3.3.1 Différences inter-entreprises non observées

On constate qu'il existe une certaine hétérogénéité non mesurée entre les entreprises qui se manifeste par la signification des facteurs latents ($\gamma=1,103$, $p<0,001$). On remarque que l'impact d'une F&A diffère d'une entreprise à l'autre ($0,314$, $p<0,05$). On observe également une influence hétérogène de la satisfaction dans le secteur à forte intensité capitalistique ($0,042$, $p=0,012$). Par ailleurs, il n'y a pas d'hétérogénéité dans la manière dont la satisfaction réagit au degré de concentration ($p=0,120$).

3.3.2 Différences intersectorielles non observées

Bien que l'influence de certaines variables spécifiques à l'entreprise, comme l'impact d'une F&A et la taille de l'entreprise, ne soient pas significative à ce niveau ($0,176$, $p=0,210$; $-0,031$, $p=0,240$), on peut constater qu'il existe des différences de satisfaction des clients entre les secteurs ($\gamma=-0,874$, $p<0,05$). Cela signifie simplement que certains secteurs satisfont mieux leurs clients que d'autres. L'expérience d'une entreprise en matière de F&A est également fonction du secteur ($0,012$, $p<0,05$) ainsi que de l'impact de la productivité ($0,001$, $p<0,01$).

	Coef	z- value	p-value
Constante	36,694	23,301	0,000
<i>Fusion & Acquisition</i>			
Fusions/acquisition (OUI/NON)	-0,548	-3,266	0,001
Variation Expérience en F&A x Fusions/acquisition (OUI/NON)	0,068	5,253	0,000
<i>Variables modératrices</i>			
Fusions/acquisition (OUI/NON) Intensité en R&D	0,083	2,410	0,016
Fusions/acquisition (OUI/NON) Intensité capitalistique Expérience en F&A	-0,006	-2,880	0,004
<i>Variables de contrôle</i>			
<i>Variables spécifiques à l'entreprise</i>			
Variable dépendante retardée (ACSI_{lag})	0,534	28,736	0,000
Taille de l'entreprise	-0,113	-3,046	0,002
Productivité	0,001	3,520	0,000
Endettement	0,002	0,381	0,700
<i>Variables sectorielles</i>			
Degré de concentration	0,000	4,737	0,000
Intensité en R&D	-0,050	-2,389	0,017
Intensité capitalistique	-0,047	-2,198	0,028
Hétérogénéité non observée			
<i>Différences inter-entreprises non observées</i>			
Constante	1,103	4,736	0,000
Fusions/acquisition (OUI/NON)	0,314	2,402	0,016
Degré de concentration	0,000	1,545	0,120
Intensité capitalistique	0,042	2,501	0,012
<i>Différences intra sectorielles non observées</i>			
Constante	-0,874	-2,254	0,024
Taille de l'entreprise	-0,031	-1,182	0,240
Productivité	-0,001	-5,106	0,000
Fusions/acquisition (OUI/NON)	-0,176	-1,263	0,210
Variation Expérience en F&A x Fusions/acquisition (OUI/NON)	0,012	2,375	0,018

Tableau 22. Résultats des tests de la relations directes F&A et ACSI.

Section 3. La satisfaction peut-elle constituer une variable médiatrice en relation avec les mesures de la performance ? (Étape 3)

1. La relation entre satisfaction et rendement des actions

Nous testons maintenant l'existence d'un lien entre la satisfaction des clients, en tant que variable médiatrice potentielle, et les mesures de performance.

H5a propose que la satisfaction des clients influence positivement la performance financière d'une entreprise mesurée à travers le « *stock return* ». Les résultats (cf. tableau 23) montrent que la variation de la satisfaction (indice ACSI) a tendance à améliorer les rendements (0,001, $p < 0,05$). Ce qui signifie que la variable satisfaction des clients peut jouer le rôle de médiateur. Ainsi, H5a est retenue.

Plusieurs facteurs expliquent ces résultats : une entreprise dont les clients sont satisfaits pourra facilement les retenir (*customer retention*) et à partir d'eux développer une base stable de clients (Anderson and Sullivan, 1993; Fornell, 1992) à partir de laquelle plusieurs bénéfices peuvent être tirés, notamment : (a) la maîtrise des besoins/attentes des clients (Tuli et al., 2007), (b) une bonne planification des cycles de production basée sur les anticipations car l'entreprise connaît les tendances de ses clients en termes de besoins/attentes (Bharadwaj et al., 2007) ce qui réduit les coûts liés aux inventaires, (c) le client satisfait se familiarise avec l'utilisation du produit (*Product usage*) ce qui augmente son niveau d'expérience par rapport au produit et par conséquent réduit son risque perçue à l'égard de ce dernier (Bolton et al., 2000). Tous ces facteurs ainsi que d'autres non cités contribuent à la réduction des risques de volatilité d'une action et par conséquent permettent d'améliorer le rendement de celle-ci.

1.1 L'influence des variables de contrôle

1.1.1 Variables relatives à l'entreprise

On observe une forte autocorrélation de la variable dépendante (0,889, $p < 0,01$). C'est-à-dire que les rendements réalisés à t-1 influencent positivement les rendements de l'année d'après. On remarque également que l'influence de la ROA ainsi que celle de la productivité est positive mais pas significative ($p = 0,160$; $p = 0,710$). L'influence de l'endettement est

significative (0,000, $p < 0,05$), ce qui nous laisse supposer que les marchés apprécient la bonne gestion des entreprises endettées (théorie des cash-flows). Par ailleurs, on remarque que la taille de l'entreprise exerce une influence négative sur la relation (-0,026, $p < 0,01$).

1.1.2 Variables sectorielles

Sur ce point, on constate que l'intensité en R&D et l'intensité capitalistique exercent une influence négative sur la relation entre l'ACSI et les rendements (-0,001, $p < 0,007$; 0,004, $p < 0,01$). Le degré de concentration n'est pas significatif ($p = 0,075$). Toutefois, les tests réalisés ne permettent pas de dégager des différences en termes d'influence de l'ACSI sur les rendements, que ce soit au niveau inter-entreprises ou au niveau intersectoriel.

	Coef	z-value	p-value
Constante	0,008	13,161	0,000
Impact de la satisfaction des clients			
Variation de l'indice ACSI	0,001	2,308	0,021
Variables de contrôle			
<i>Variables relatives à l'entreprise</i>			
Variable dépendante retardée	0,889	49,246	0,000
Variation du ROA	0,000	-1,413	0,160
Variation de la productivité	0,000	-0,376	0,710
Variation de la taille	-0,026	-4,486	0,000
Variation de l'endettement	0,000	-3,458	0,001
<i>Variables sectorielles</i>			
Variation du degré de concentration	0,000	1,779	0,075
Variation de l'intensité en R&D	-0,001	-2,685	0,007
Variation de l'intensité capitalistique	-0,004	-3,645	0,000
Hétérogénéité intersectorielle non observée			
Constante	0,000	-0,057	0,950
Variation de l'indice ACSI	-0,001	-2,682	0,007
Variation de la taille de l'entreprise	0,017	6,020	0,000
Variation de l'endettement	0,000	2,988	0,003

Tableau 23. La médiation de l'ACSI (Returns).

2. La relation entre satisfaction et rendement des actifs

Nous avons également estimé le lien entre satisfaction et la rentabilité des actifs (ROA). H5b propose que la satisfaction des clients influence positivement la performance comptable d'une entreprise mesurée à travers le « *Return On Assets* ». Les résultats sont présentés dans le tableau 24. Nous pouvons constater que la relation entre la satisfaction et rentabilité des actifs est significative et positive (0,1008, $p < 0,05$). C'est-à-dire que la satisfaction exerce une influence positive sur la rentabilité des actifs. En d'autres termes, la satisfaction des clients peut servir de variable médiatrice pour la rentabilité des actifs. Dès lors H5b est retenue.

	Coeff.	z-value	p-value
Constante	-16,090	-4,137	0,000
Impact de la satisfaction des clients			
Indice ACSI	0,101	2,592	0,010
VARIABLES DE CONTRÔLE			
<i>VARIABLES RELATIVES À L'ENTREPRISE</i>			
Valeur dépendante retardée	0,306	16,560	0,000
Endettement	0,417	10,028	0,000
Productivité	0,005	5,995	0,000
Taille de l'entreprise	-0,178	-1,252	0,210
<i>VARIABLES SECTORIELLES</i>			
Degré de concentration	0,000	0,133	0,890
Intensité en R&D	-0,027	-0,276	0,780
Intensité capitalistique	0,027	0,525	0,600
Hétérogénéité non observée			
<i>DIFFÉRENCES INTER-ENTREPRISES NON OBSERVÉES</i>			
Constante	1,000	.	.
Degré de concentration	0,001	5,098	0,000
Intensité capitalistique	-2,444	-16,834	0,000
<i>DIFFÉRENCES INTERSECTORIELLES NON OBSERVÉES</i>			
Constante	4,805	4,052	0,000
Variable dépendante retardée	0,115	10,952	0,000
Endettement	-0,241	-9,898	0,000
Productivité	-0,003	-5,930	0,000
Taille de l'entreprise	0,233	2,745	0,006

Tableau 24. La médiation de l'ACSI (ROA).

Section 4. La satisfaction est-elle une variable médiatrice partielle ou totale des effets des fusions/acquisitions sur la performance ? (Etape 4)

Le Tableau 25 ci-dessous présente les résultats de l'étape 4 du test de la médiation avec pour variable dépendante, les rendements. Nous incluons toutes les variables explicatives, la variable médiatrice et les variables de contrôle.

RENDEMENTS	Coef	z-value	p-value
Constante	0,009	13,222	0,000
Impact des Fusions & Acquisitions			
Fusion/Acquisition (Oui/ Non)	-0,007	-3,389	0,001
Fusion/Acquisition (Oui/ Non) x Expérience en F&A	0,000	4,760	0,000
Impact de la satisfaction			
Variation de l'indice ACSI	0,001	1,524	0,130
Variables de contrôle			
<i>Variables relatives à l'entreprise</i>			
Variable dépendante retardée	0,879	46,320	0,000
Variation ROA	0,000	-2,353	0,019
Variation de la productivité	0,000	-0,733	0,460
Variation de la taille de l'entreprise	-0,025	-4,127	0,000
Variation de l'endettement	0,000	-2,095	0,036
<i>Variables sectorielles</i>			
Variation du degré de concentration	0,000	2,018	0,044
Variation de l'intensité en R&D	-0,001	-2,558	0,011
Variation de l'intensité capitalistique	-0,003	-3,367	0,001
Hétérogénéité non observée			
<i>Hétérogénéité inter-entreprises</i>			
Constante	0,000	-0,299	0,760
Variation du degré de concentration	0,000	-1,864	0,062
Variation de l'intensité en R&D	0,000	5,616	0,000
Variation de l'intensité capitalistique	-0,001	-1,340	0,180
<i>Hétérogénéité sectorielle</i>			
Constante	0,004	4,955	0,000
Variation de l'indice ACSI	-0,001	-6,380	0,000
Variation du ROA	0,000	-3,449	0,001
Variation de la productivité	0,000	2,665	0,008
Variation de la taille de l'entreprise	-0,012	-3,201	0,001
Variation de l'endettement	0,000	-0,692	0,490

Tableau 25. La médiation de l'ACSI (toutes les variables incluses).

1. Médiation partielle ou totale par rapport à la rentabilité des actifs (ROA)

H6 suggère que la satisfaction est un médiateur total de l'influence d'une F&A sur la performance comptable de l'entreprise. Les résultats montrent que les mesures des fusions/acquisitions, c'est-à-dire (fusions/acquisitions-oui/non et l'expérience) ne sont plus significatives, respectivement (-0,194, $p=0,690$; 0,017, $p=0,440$) alors que les mesures de la satisfaction sont significatives et positives (0,188, $p<0,05$).

Par ailleurs, nous constatons que l'hétérogénéité non observée est très forte entre les secteurs ($\gamma=60,260$, $p<0,01$). Au niveau des entreprises, ces différences non observées montrent que les effets diffèrent d'une entreprise à l'autre notamment à travers les variables sectorielles comme le degré de concentration (0,003, $p<0,01$), l'intensité en R&D (-0,331, $p<0,05$) et l'intensité capitalistique (1,284, $p<0,01$). Au niveau intersectoriel, des différences non observées sont remarquables notamment concernant les variables spécifiques à l'entreprise comme la satisfaction (-0,341, $p<0,01$), l'endettement (-0,683, $p<0,01$), la productivité (-0,023, $p<0,01$). Dès lors, H6 est retenue. Autrement dit, la satisfaction des clients est une variable médiatrice totale de l'influence des fusions-acquisitions sur la performance comptable. Ainsi, l'influence des F&A disparaît et seule reste l'influence positive de la satisfaction. En d'autres termes, il convient de s'assurer qu'une F&A va améliorer la satisfaction des clients si l'on espère améliorer la rentabilité de l'entreprise.

Ces résultats peuvent s'expliquer par les raisons que nous avons évoquées dans les parties précédentes :

- a) Lors d'une F&A, une partie de ses effets fait réagir directement les marchés financiers et par conséquent influence les cours des actions, d'où la médiation partielle
- b) Une autre partie des effets passent par les éléments liés aux opérations quotidiennes d'une entreprise comme par exemple, la productivité des salariés, les ventes, la satisfaction des clients, ce qui justifie la médiation totale.

	Coef	z-value	p-value
Constante	-10,678	-1,793	0,073
Impact des fusions et acquisitions			
Fusion/Acquisition (Oui/Non)	0,194	0,395	0,69
Fusion/Acquisition (Oui/Non) x Expérience en F&A	0,017	0,767	0,44
Impact de la satisfaction			
Indice ACSI	0,188	2,454	0,014
Variables de contrôle			
Variables relatives à l'entreprise			
Variable dépendante retardée	0,318	2,998	0,003
Endettement	-0,006	-0,35	0,73
Productivité	0	-0,559	0,58
Taille de l'entreprise	-0,005	-0,041	0,97
Variables sectorielles			
Degré de concentration	0,001	1,738	0,082
Intensité en R&D	-0,102	-0,57	0,57
Intensité capitalistique	0,02	0,304	0,76
Hétérogénéité non observée			
Hétérogénéité interentreprises			
Constante	15,131	9,298	0
Degré de concentration	0,003	4,23	0
Intensité en R&D	-0,331	-2,237	0,025
Intensité capitalistique	1,284	4,007	0
Hétérogénéité intersectorielle			
Constante	60,26	13,518	0
Indice ACSI	-0,341	-5,107	0
Endettement	-0,683	-16,987	0

Tableau 26. Rentabilité des actifs.

2. Médiation partielle ou totale par rapport aux rendements des actions (*Stock returns*)

H7 propose une médiation partielle de la satisfaction des clients sur la relation entre la fusion et acquisition et la performance financière de l'entreprise. Les résultats (cfr tableau 25) montrent que les mesures des fusions/acquisitions, c'est-à-dire le fait d'être impliqué dans une fusion/acquisition et l'expérience en matière de fusions/acquisitions restent significatives respectivement (-0,007, $p < 0,05$; 0,000, $p < 0,01$) alors que les mesures de la satisfaction ne sont pas significatives (0,001, $p = 0,130$). L'influence des variables de contrôle entre la ROA et Stock return est significative pour la taille de l'entreprise (-0,025, $p < 0,01$) et le niveau de l'endettement (0,000, $p < 0,05$).

Concernant les variables sectorielles, nous constatons que le degré de concentration, l'intensité en R&D et l'intensité capitalistique exercent une influence significative sur la variable dépendante, respectivement de (0,000, $p < 0,05$; -0,001, $p < 0,05$, -0,003, $p < 0,05$). Par

ailleurs, l'hétérogénéité non observée entre entreprises est neutralisée. Toutefois, des différences légères persistent d'un secteur à l'autre, par exemple au niveau des variables relatives à l'entreprise comme l'ACSI (-0,001, $p < 0,01$) et la taille de l'entreprise (-0,012, $p < 0,01$).

En effet, H7 est retenue car les mesures des fusions/acquisitions sont significatives, ce qui exclut la possibilité d'une médiation totale à ce niveau dans le sens de Baron and Kenny, (1986). Ce résultat signifie que les investisseurs semblent apprécier directement les opérations de fusions-acquisitions indépendamment de leur capacité à améliorer la satisfaction.

Conclusion du quatrième chapitre

Dans ce chapitre, nous avons effectué le test de huit hypothèses développées dans le troisième chapitre. Ainsi, l'hypothèse H1 formulée sur la base de l'expérience d'une entreprise dans les opérations de fusions-acquisitions, H3 (R&D), H5a (ACSI et Stock return), H5b (ACSI et ROA), H6 (médiateur totale) et H7 (médiateur partiel) sont toutes validées.

Néanmoins, les hypothèses formulées sur la base des variables sectorielles comme, H2 (degré de concentration du marché) et H4 (intensité capitalistique) sont rejetées. Nous avons testé l'influence des variables de contrôle au niveau de l'entreprise et au niveau sectoriel, ce qui nous a permis de comprendre en détail les relations entre nos concepts. Nous avons également fait les tests d'hétérogénéité, intersectorielle et inter-firmes dans le but de vérifier si les effets entre les variables sont similaires. Les résultats sont discutés dans la conclusion générale.

Conclusion générale

1. Synthèse et discussion des résultats

Le but de cette recherche a été de comprendre l'impact des fusions-acquisitions sur la satisfaction des clients et de comprendre si la satisfaction des clients permettrait de mieux expliquer l'impact des fusions et acquisitions sur la performance de l'entreprise. Pour ce faire, nous nous sommes posé trois questions :

- a) Les fusions-acquisitions influencent-elles le niveau de satisfaction des clients ?
- b) L'influence qu'exerce une F&A sur la performance de l'entreprise s'explique-t-elle, en partie ou totalement, par leurs effets sur la satisfaction des clients ? Autrement dit, existe-t-il un effet médiateur de la satisfaction des clients ?
- c) Ces relations évoquées à la première et à la deuxième question varient-elles selon les secteurs d'activité et les caractéristiques des entreprises impliquées ?

Nous avons divisé ce travail en deux grandes parties essentielles. Le travail conceptuel nous a conduits à formuler huit hypothèses dont la synthèse est présentée dans le Tableau 27. Pour tester nos hypothèses, nous avons mobilisé plusieurs sources de données. En ce qui concerne le domaine du marketing, nous avons utilisé les scores de satisfaction des clients calculés et publiés par le projet ACSI. En finance, les bases de données financières et/ou boursières (*Thomson One Banker, Datastream, Fama-French data library*) ont été utilisées pour : (a) télécharger les données relatives aux opérations de fusions-acquisitions et, (b) estimer la valeur de l'entreprise à travers la rentabilité de ses actifs (ROI) et rendement de son l'action (Stock return).

Notre période d'étude couvre 21 ans, c'est-à-dire, du premier janvier 1994 jusqu'au 31 décembre 2014. Les 133 entreprises sélectionnées sont regroupées dans 28 secteurs d'activité différents. Nous avons eu recours aux modèles multi-niveaux lors de l'analyse car ils sont les mieux adaptés à ce genre de données complexes, emboîtées et longitudinales.

L'hypothèse 1 propose que l'impact d'une fusion/acquisition sur le niveau de satisfaction des clients augmente avec le niveau d'expérience accumulée par l'entreprise acquéreuse. Cette hypothèse a été validée par nos résultats. Ainsi, il semble que ce ne soit pas en soi le fait d'avoir fait ou non une fusion et acquisition qui détermine l'évolution du niveau

de la satisfaction des clients. Ce serait plutôt l'expérience accumulée qui compterait. Pourquoi ? Nous pensons que cela s'explique par le fait que l'expérience accumulée en matière de F&A apporte une certaine compétence dans l'intégration des structures nouvellement acquises. L'expérience dans le domaine des F&A permet à l'entreprise acquéreuse d'anticiper des problèmes et de gérer un processus de fusion/acquisition avec beaucoup plus d'efficacité.

Rappelons que la clé dans la réalisation des bénéfices d'une F&A est la rapidité et la qualité d'intégration des unités impliquées dans le processus de la F&A. Cela réduit le sentiment d'inquiétude éprouvé par les employés de la cible évitant ainsi leur résistance aux changements (Derouiche Borgi, 2008) et le laps de temps pendant lesquels les employés sont contraints à faire face aux effets destructeurs de l'incertitude et des rumeurs (Angwin, 2004).

L'expérience agit probablement également au niveau du choix des entreprises à acquérir (Haleblian and Finkelstein, 1999). Par conséquent, il est possible que les gains de productivité promis lors de l'annonce de la F&A se réalisent d'avantage pour les entreprises expérimentées que pour celles qui le sont moins. Si tel est le cas, alors on peut proposer que l'expérience en matière de fusions et acquisitions permette de réaliser des gains de productivité qui, en retour, se traduisent par une amélioration de la valeur client (par exemple, en vendant moins cher) et par conséquent le niveau de satisfaction des clients.

L'hypothèse H2 n'est pas validée dans cette recherche. Il semble, du moins dans nos données, que le degré de concentration ne soit pas un modérateur significatif de l'impact des F&A sur la satisfaction des clients. Il se peut que cela soit lié au fait que les entreprises évoluant dans des secteurs concentrés atteignent leur efficacité opérationnelle en réduisant les coûts grâce à une taille plus importante favorisant les économies d'échelle.

L'analyse corrélacionnelle entre le degré de concentration du marché et le nombre cumulé d'opérations de F&A (notre mesure de l'expérience) indique une relation négative (-0,218, $p < 0,001$). Cela qui signifie que les entreprises dans des marchés concentrés recourent moins aux F&A que celles qui évoluent dans des secteurs peu concentrés (où d'ailleurs il existe probablement plus d'entreprises cibles). Par conséquent, il est presque normal que l'amélioration de l'efficacité opérationnelle (synergies, productivité) ne passe pas par les F&A, et que nous n'observions pas d'effet modérateur significatif du degré de concentration du

marché. De même, l'hypothèse H4 qui porte sur le rôle modérateur de l'intensité capitalistique n'est pas validée.

L'analyse corrélacionnelle montre que l'intensité capitalistique du secteur est négativement liée au nombre d'opérations de F&A (-0,198, $p < 0,001$). C'est peut-être pour cela que l'intensité capitalistique ne constitue pas ici un modérateur significatif de l'impact des F&A. L'autre argument est que ces deux modérateurs se réfèrent à l'efficience opérationnelle pas forcément à l'amélioration de la qualité des offres.

L'hypothèse H3 qui postule que « l'effet d'une F&A sur le niveau de satisfaction des clients sera plus marqué (positif) à mesure que l'intensité en R&D dans le secteur de l'entreprise acquéreuse augmente » est validée. Rappelons que la R&D peut améliorer le niveau de satisfaction des clients en améliorant la qualité des produits/services existants et/ou en améliorant ou en développant de nouveaux procédés de production. L'efficience opérationnelle obtenue grâce à une F&A (création de synergies en matière de R&D) permet ainsi aux entreprises d'atteindre plus rapidement et à moindres coûts les objectifs assignés à leurs projets de R&D. En combinant les ressources et compétences, la F&A permet à l'entreprise acquéreuse d'atteindre plus rapidement et à moindre coût ses objectifs de R&D, d'améliorer les bénéfices-produit et en réduisant possiblement le prix d'achat.

L'hypothèse H5 est validée en ce sens que nous trouvons un lien significatif entre la satisfaction des clients et les mesures de la performance des entreprises. Tout d'abord, H5a est validée parce que la satisfaction des clients influence positivement le rendement des actions. Ce résultat est conforme aux travaux récents qui montrent que la satisfaction est liée aux mesures boursières (Tulip et Bharadwaj, 2010). Nous rapportons également un lien positif entre la satisfaction et la rentabilité des actifs. En cela, nous sommes en conformité avec Anderson et al (1994 ; 1997) qui ont déjà observé des effets positifs de la satisfaction sur la performance comptable.

Enfin, nos résultats confirment bien que la satisfaction des clients constitue un médiateur de l'impact que les F&A ont sur la performance comptable (H6) et sur la performance boursière (H7). Ces résultats sont importants car ils nous indiquent l'un des mécanismes par lesquels les F&A impactent la performance des entreprises. Ces deux résultats signifient également que

pour espérer améliorer la performance de l'entreprise par une F&A, les dirigeants doivent également s'assurer de son effet positif sur la satisfaction des clients.

Hypothèses	Description	Décisions
H1	L'impact d'une fusion/acquisition sur le niveau de satisfaction des clients augmente avec le niveau d'expérience accumulée par l'entreprise acquéreuse.	Validée
H2	L'impact d'une fusion/acquisition sur le niveau de satisfaction des clients augmente avec le degré de concentration du secteur de l'entreprise acquéreuse.	Rejetée
H3	L'effet d'une F&A sur le niveau de satisfaction des clients sera plus marqué (positif) à mesure que l'intensité en R&D dans le secteur de l'entreprise acquéreuse augmente.	Validée
H4	L'effet d'une F&A sur le niveau de satisfaction des clients sera plus marqué (positif) à mesure que l'intensité capitalistique du secteur de l'entreprise acquéreuse augmente.	Rejetée
H5a	la satisfaction des clients influence positivement la performance financière d'une entreprise mesurée à travers le « <i>stock return</i> » (rendement des actions).	Validée
H5b	la satisfaction des clients influence positivement la performance comptable d'une entreprise mesurée à travers la « <i>Return On Assets</i> » (rendement de ses actifs).	Validée
H6	La satisfaction est un médiateur total de l'influence d'une F&A sur la performance comptable de l'entreprise.	Validée
H7	La satisfaction est un médiateur partiel de l'influence d'une F&A sur la performance financière de l'entreprise.	Validée

Tableau 27. Synthèse de test des hypothèses.

2. Contribution de la thèse

2.1 Contribution théorique

Comme indiqué en introduction, cette recherche permet des contributions à la fois aux travaux relatifs aux fusions & acquisitions et à ceux relatifs aux déterminants de la satisfaction des clients. Tout d'abord, la présente recherche s'ajoute aux quelques rares travaux empiriques qui se sont intéressés aux fusions-acquisitions dans le domaine du marketing. Nous apportons une explication additionnelle à la réussite et à l'échec des fusions-acquisitions. Celle-ci se formule de la manière suivante.

Les F&A réalisées par les entreprises expérimentées dans ce domaine permettent d'améliorer la satisfaction des clients et cela permet d'expliquer pourquoi certaines F&A réussissent tandis que d'autres échouent. L'absence d'expérience peut donc expliquer pourquoi une F&A aurait du mal à améliorer la satisfaction des clients. De même, une F&A qui ne permet pas d'améliorer le niveau de satisfaction des clients de l'entreprise acquéreuse aura du mal à améliorer sa performance comptable et financière.

Notre contribution constitue une amélioration de notre connaissance des effets des F&A puisqu'elle complète la panoplie de résultats observés dans différents domaines (Thorbjørnsen et Dahlén, 2011 ; Jaju et al., 2006 ; Kumar et Hansted Blomqvist, 2004 ; Lambkin et Muzellec, 2010 ; Lee et al., 2011). Cette recherche contribue également à améliorer notre connaissance des facteurs explicatifs des différences de performance entre les entreprises en matière de satisfaction des clients. Cette littérature sur les différences de performance en matière de satisfaction considère à ce jour que les caractéristiques sectorielles, le niveau d'endettement (Malshe et Agarwal, 2015), la part de marché, le degré de diversification des activités de l'entreprise, sa taille, son niveau de rentabilité (Rego, Morgan et Fornell, 2013) sont des facteurs explicatifs des raisons pour lesquelles certaines entreprises satisfont mieux leurs clients que d'autres.

Dans cette recherche, nous expliquons les différences de scores de satisfaction entre les entreprises à travers leurs activités de fusions et d'acquisitions notamment par le degré d'expérience accumulée en matière de satisfaction des clients. Les fusions-acquisitions peuvent

donc compromettre le niveau de satisfaction des clients à condition qu'elles soient faites par des entreprises expérimentées et que cela se passe dans des secteurs à forte intensité en R&D.

2.2 Contribution méthodologique

Comme nous l'avons évoqué dans la première partie, peu de travaux traitent de l'impact des opérations de fusions-acquisitions dans le domaine marketing. Les rares qui existent adoptent une méthodologie différente par rapport à celle utilisée dans la présente recherche. Par exemple, Homburg et Bucerius (2005) s'intéressent à 232 F&A et réalisent des entretiens pour finalement comparer les performances comptable (*Return on sales*) d'avant et après l'opération de F&A. Öberg (2008) s'intéresse à huit cas d'étude dans le domaine du B to B pour analyser la réaction des clients à l'égard des F&A.

Swaminathan et al. (2014) utilisent les mêmes bases de données que les nôtres, c'est-à-dire (ACSI et Thomson One Banker) pour analyser les performances financières à long terme. La principale différence par rapport à ces dernières est que : (a) ils ne font pas le test de la médiation de la satisfaction, c'est plutôt la fusion qui joue le rôle médiateur (b) la performance financière pour eux est évaluée à travers le Q de Tobin alors que nous avons opté pour le modèle « Fama-French Carhart à 4 facteurs ».

En effet, notre modèle vient compléter ces recherches par : (a) sa richesse des données collectées sur le long terme, c'est-à-dire 21 ans, (b) par le nombre d'observations, 133 entreprises analysées avec 1959 opérations de F&A, (c) et finalement par l'utilisation du modèle dite « Fama-French Carhart à 4 facteurs » pour l'analyse de la performance d'une F&A dans le domaine marketing.

2.3 Contribution managériale

La présente recherche nous permet de faire des propositions qui intéresseraient les dirigeants des entreprises qui envisagent de s'impliquer dans une opération de fusions-acquisitions.

Notre message à destination des dirigeants d'entreprise est le suivant. Les fusions-acquisitions peuvent améliorer la performance de l'entreprise essentiellement quand elles permettent d'améliorer la satisfaction des clients. La satisfaction des clients doit donc être au cœur des

considérations des managers chaque fois que l'on considère la F&A comme stratégie de croissance. Les parties prenantes, particulièrement les actionnaires et dirigeants d'entreprises impliquées, devraient sérieusement considérer les effets sur la satisfaction des clients lors des phases d'intégration. Sur ce, il serait judicieux qu'une quatrième phase d'intégration soit rajouter sur les trois (physique, procédurale et socio-culturelle) proposées par Shrivastava (1986).

En effet, c'est à travers ses effets sur la satisfaction des clients qu'une F&A peut se traduire par une amélioration de la rentabilité de l'entreprise (médiation totale). La satisfaction des clients permet également d'atténuer les réactions négatives du marché financier à l'égard d'une décision de F&A (effet négatif direct sur les rendements des actions).

En effet, notre recherche montre que la satisfaction influence directement et positivement le rendement des actions. Dès lors, la F&A va avoir un effet direct et un effet indirect à travers la satisfaction des clients. Il devient impératif pour les managers de considérer les conséquences d'une F&A avant et pendant le processus d'intégration des activités fusionnées.

Notre recherche montre que les F&A peuvent améliorer la performance des entreprises même non cotées en bourse, puisqu'elles agissent sur la rentabilité des actifs et ce complètement à travers leur impact sur la satisfaction des clients.

Ce travail montre également que deux variables sont importantes : l'expérience en matière de fusions-acquisitions et l'intensité en R&D du secteur dans lequel évolue l'entreprise. En d'autres termes, il est plus facile de réaliser des bénéfices associés à une F&A dans un secteur à forte intensité en R&D que dans un secteur à faible intensité en R&D. Quant à l'expérience, cela signifie qu'il est préférable de s'associer à un cabinet qui a de l'expérience en matière de F&A pour bien gérer les processus de sélection, acquisition, et d'intégration de nouvelles entreprises à acquérir.

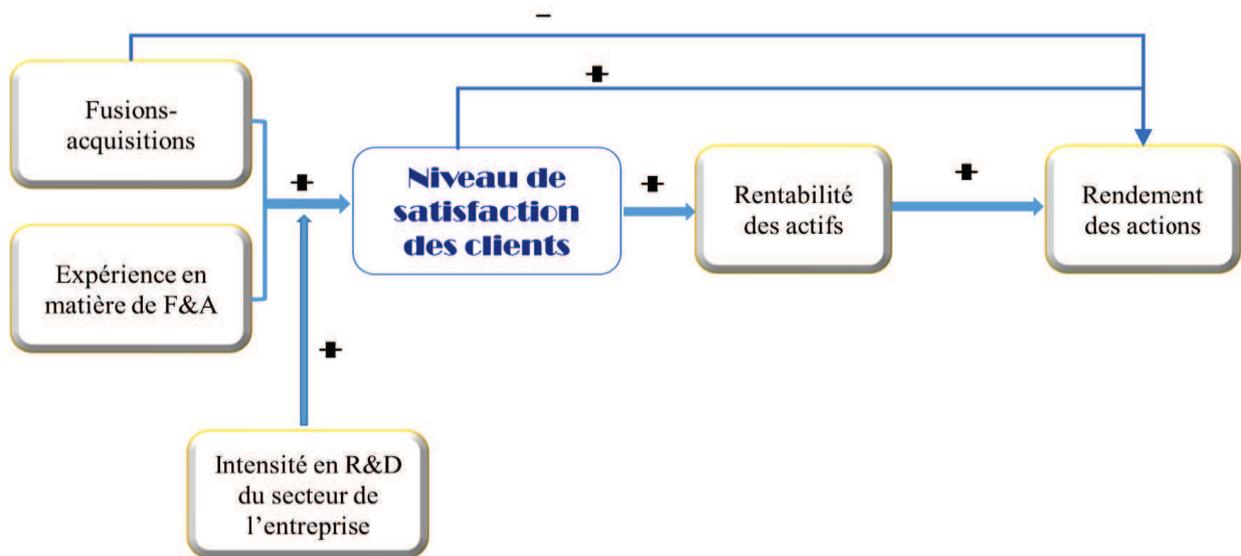


Figure 21. Synthèse des relations entre fusions-acquisitions, satisfaction et performance de l'entreprise

3. Limites et voies de recherche futures

3.1 Variables relatives à la satisfaction

Notre travail n'a pas pu considérer certaines variables modératrices liées aux caractéristiques sectorielles. Il s'agit de l'intensité publicitaire qui est normalement liée à la satisfaction des clients. Les chiffres correspondant aux dépenses publicitaires ne sont pas complets sur la base de données *Compustat* et, par conséquent, ne permettent pas de faire une analyse fiable. Nous avons essayé en vain d'utiliser l'autre variable (*Selling, General and Administrative Expenses*) disponible sur *Thomson et Datastream*. Cette variable inclut les dépenses liées à la publicité mais la variable est difficilement séparable d'autres frais généraux qui la composent.

Plus important à ce niveau, nous regrettons de ne pas avoir pu obtenir les mesures de la qualité perçue et de la valeur perçue auprès du groupe CFI qui gère le projet ACSI. Ces variables nous auraient permis de comprendre le mécanisme par lequel les fusions-acquisitions impactent la satisfaction des clients. Ces mesures ne sont pas publiques et doivent faire l'objet d'une demande. La nôtre n'a jamais reçu de réponse.

3.2 Variables relatives aux opérations de fusions-acquisitions

Dans un premier temps, on peut regretter que nous n'ayons pas pu intégrer dans notre modèle certaines variables relatives aux F&A comme : (a) le type de F&A, Horizontale ou Verticale (Capron, 1999; Swaminathan et al., 2013), (b) le caractère hostile ou amical d'une fusion-acquisition (Bhagat et al., 1990; Conyon et al., 2001a), (c) la nationalité des entreprises impliquées, locale ou internationale (Angwin and Savill, 1997; Bertrand and Zuniga, 2006). Une comparaison de nos résultats sur la base de ces variables permettrait de mieux comprendre l'influence d'une F&A sur la satisfaction des clients et d'apporter une contribution théorique supplémentaire.

Deuxièmement, nous n'avons pas été en mesure de contrôler l'ensemble des effets d'une fusion-acquisition sur la satisfaction des clients. Par exemple, dès l'annonce d'une F&A, la littérature en finance montre qu'on peut mesurer la réaction des marchés financiers, quelques jours avant et après l'annonce (Scholtens and de Wit, 2004; Shah and Arora, 2014; Wong and Cheung, 2009).

Par contre, certains effets d'annonce et certaines réactions des clients sont difficilement analysables. Il s'agit, par exemple, des effets de l'asymétrie informationnelle qui peut exister entre les deux entreprises pendant les phases de négociations ou des effets du signal lancé par les actionnaires ou dirigeants sur la nouvelle image de la marque, des produits innovants que la nouvelle entité fabriquerait, les capacités de la nouvelle équipe dirigeante, etc (Connelly et al., 2011; Sorescu et al., 2007).

3.3 Le goodwill ou survaleur

Le goodwill est un terme utilisé dans le domaine de la finance et comptabilité. Lors d'une opération d'acquisition, le goodwill correspond à la différence entre l'actif net du bilan et sa valeur marché. Autrement dit, c'est l'écart entre le prix payé pour l'acquisition d'une entreprise et sa vraie valeur. Ainsi, nos données relatives aux opérations de F&A ne nous permettent pas de calculer cet écart et d'analyser ses effets éventuels sur la satisfaction des clients.

Dès lors, les travaux à venir pourront collecter les données qui permettent de prendre en compte le goodwill. Malgré ces limites, cette recherche montre que les fusions-acquisitions influencent la performance des entreprises parce qu'elles impactent le niveau de satisfaction des clients, qui constitue l'un des principaux déterminants du résultat d'exploitation et de la valeur boursière d'une entreprise.

BIBLIOGRAPHIE

A

- Aboody, D., Lev, B., 1998. The value relevance of intangibles: The case of software capitalization. *Journal of Accounting research* 36, 161–191.
- Agrawal, A., Jaffe, J.F., Mandelker, G.N., 1992. The post-merger performance of acquiring firms: a re-examination of an anomaly. *The Journal of finance* 47, 1605–1621.
- Akben-Selcuk et Altiok-Yilmaz, 2011. The impact of mergers and acquisitions on acquirer performance : Evidence from Turkey. *Business and Economics Journal* 22, 1–8
- Aksoy, L., Cooil, B., Groening, C., Keiningham, T.L., Yalcin, A., 2008. The long-term stock market valuation of customer satisfaction. *Journal of Marketing* 72, 105–122.
- Alexandridis, G., Antoniou, A., Petmezas, D., 2007. Divergence of Opinion and Post-Acquisition Performance. *Journal of Business Finance & Accounting* 34, 439–460.
- Altunbaş, Y., Marqués, D., 2008. Mergers and acquisitions and bank performance in Europe: The role of strategic similarities. *Journal of Economics and Business* 60, 204–222.
- Anderson, E.W., 1998. Customer satisfaction and word of mouth. *Journal of service research* 1, 5–17.
- Anderson, E.W., Fornell, C., Lehmann, D.R., 1994. Customer satisfaction, market share, and profitability: Findings from Sweden. *The Journal of Marketing* 58, 53–66.
- Anderson, E.W., Fornell, C., Mazvancheryl, S.K., 2004. Customer satisfaction and shareholder value. *Journal of marketing* 68, 172–185.
- Anderson, E.W., Fornell, C., Rust, R.T., 1997a. Customer satisfaction, productivity, and profitability: Differences between goods and services. *Marketing science* 16, 129–145.
- Anderson, E.W., Fornell, C., Rust, R.T., 1997b. Customer satisfaction, productivity, and profitability: Differences between goods and services. *Marketing science* 16, 129–145.
- Anderson, E.W., Mittal, V., 2000. Strengthening the satisfaction-profit chain. *Journal of Service research* 3, 107–120.
- Anderson, E.W., Ngobo, P.V., 1999. Market Structure. Customer Satisfaction and the Moderating Role of Customization, *Papier de recherche, The National Quality Research Center (NQRC), The University of Michigan Business School.*
- Anderson, E.W., Salisbury, 2003. The formation of market-level expectations and its covariates. *Journal of Consumer Research* 30, 115–124.
- Anderson, E.W., Sullivan, M.W., 1993. The antecedents and consequences of customer satisfaction for firms. *Marketing science* 12, 125–143.

- Anderson, H., Havila, V., Holtström, J., 2003. Are Customers and Suppliers part (icipants) of a Merger or an Acquisition?-A literature review, in: 19th Annual IMP Conference, Lugano, Switzerland.
- Anderson, H., Havila, V., Salmi, A., 2001. Can you buy a business relationship?: On the importance of customer and supplier relationships in acquisitions. *Industrial Marketing Management* 30, 575–586.
- Anderson, J.C., Håkansson, H., Johanson, J., 1994. Dyadic business relationships within a business network context. *The Journal of Marketing* 58, 1–15.
- Andrade, G., Mitchell, M.L., Stafford, E., 2001. New evidence and perspectives on mergers. *Journal of Economics Perspectives* 15, 103-120
- Andreou, P.C., Louca, C., Panayides, P.M., 2012. Valuation effects of mergers and acquisitions in freight transportation. *Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review* 48, 1221–1234.
- Andrews, J.C., Netemeyer, R.G., Burton, S., Moberg, D.P., Christiansen, A., 2004. Understanding adolescent intentions to smoke: An examination of relationships among social influence, prior trial behavior, and antitobacco campaign advertising. *Journal of Marketing* 68, 110–123.
- Angwin, D., 2004. Speed in M&A Integration:: The First 100 Days. *European management journal* 22, 418–430.
- Angwin, D., Savill, B., 1997. Strategic perspectives on European cross-border acquisitions: A view from top European executives. *European Management Journal* 15, 423–435.
- Appelbaum, S.H., Gandell, J., Yortis, H., Proper, S., Jobin, F., 2000. Anatomy of a merger: behavior of organizational factors and processes throughout the pre-during-post-stages (part 1). *Management decision* 38, 649–662.
- Asquith, P., Kim, E., 1982. The impact of merger bids on the participating firms' security holders. *The Journal of Finance* 37, 1209–1228.

B

- Bagozzi, R.P., Gopinath, M., Nyer, P.U., 1999. The role of emotions in marketing. *Journal of the academy of marketing science* 27, 184–206.
- Banker, R.D., Potter, G., Srinivasan, D., 2000. An empirical investigation of an incentive plan that includes nonfinancial performance measures. *The accounting review* 75, 65–92.
- Bansal, H.S., Taylor, S.F., James, Y.S., 2005. “Migrating” to new service providers: Toward a unifying framework of consumers' switching behaviors. *Journal of the Academy of Marketing Science* 33, 96–115.
- Bansal, H.S., Voyer, P.A., 2000. Word-of-mouth processes within a services purchase decision context. *Journal of service research* 3, 166–177.

- Barmeyer, C., MAYRHOFER, U., 2002. LE MANAGEMENT INTERCULTUREL: FACTEUR DE REUSSITE DES FUSIONS-ACQUISITIONS INTERNATIONALES? *Gérer et comprendre* 70, 24-33.
- Barmeyer, C., Mayrhofer, U., 2008. The contribution of intercultural management to the success of international mergers and acquisitions: An analysis of the EADS group. *International Business Review* 17, 28–38.
- Barney, J.B., 1988. Returns to bidding firms in mergers and acquisitions: Reconsidering the relatedness hypothesis. *Strategic Management Journal* 9, 71–78.
- Baron, R.M., Kenny, D.A., 1986. The moderator–mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations. *Journal of personality and social psychology* 51, 1173.
- Bernad, C., Fuentelsaz, L., Gómez, J., 2010. The effect of mergers and acquisitions on productivity: An empirical application to Spanish banking. *Omega* 38, 283–293.
- Bertrand, O., Zuniga, P., 2006. R&D and M&A: Are cross-border M&A different? An investigation on OECD countries. *International Journal of Industrial Organization* 24, 401–423.
- Bhagat, S., Shleifer, A., Vishny, R.W., Jarrel, G., Summers, L., 1990. Hostile takeovers in the 1980s: The return to corporate specialization. *Brookings Papers on Economic Activity, Microeconomics* 1990, 1–84.
- Bharadwaj, S., Bharadwaj, A., Bendoly, E., 2007. The performance effects of complementarities between information systems, marketing, manufacturing, and supply chain processes. *Information systems research* 18, 437–453.
- Bharadwaj, S.G., Mitra, D., 2016. Satisfaction (Mis) pricing Revisited: Real? Really Big? *Journal of Marketing* 80, 116–121.
- Bharadwaj, S.G., Tuli, K.R., Bonfrer, A., 2011. The impact of brand quality on shareholder wealth. *Journal of Marketing* 75, 88–104.
- Bolton, R.N., 1998. A dynamic model of the duration of the customer's relationship with a continuous service provider: The role of satisfaction. *Marketing science* 17, 45–65.
- Bolton, R.N., Kannan, P.K., Bramlett, M.D., 2000. Implications of loyalty program membership and service experiences for customer retention and value. *Journal of the academy of marketing science* 28, 95–108.
- Bone, P.F., 1995. Word-of-mouth effects on short-term and long-term product judgments. *Journal of business research* 32, 213–223.
- Boulding, W., Staelin, R., 1993. A look on the cost side: Market share and the competitive environment. *Marketing Science* 12, 144–166.
- Brehm, J.W., 1966. *A theory of psychological reactance*. Oxford, England : Academic Press.
- Brockner, J., 1988. The effects of work layoffs on survivors: Research, theory, and practice. *Research in organizational behavior* 10, 213–255.

- Brockner, J., Grover, S., Reed, T., DeWitt, R., O'Malley, M., 1987. Survivors' reactions to layoffs: We get by with a little help for our friends. *Administrative science quarterly* 32, 526–541.
- Brush, T.H., 1996. Predicted change in operational synergy and post-acquisition performance of acquired businesses. *Strategic Management Journal* 17, 1–24.
- Bruton, G.D., Oviatt, B.M., White, M.A., 1994. Performance of acquisitions of distressed firms. *Academy of Management Journal* 37, 972–989.
- Buono, A.F., Bowditch, J.L., 2003. *The human side of mergers and acquisitions: Managing collisions between people, cultures, and organizations*. Beard Books.
- Burns, T.E., Stalker, G.M., 1961. *The management of innovation*. University of Illinois at Urbana-Champaign's Academy for Entrepreneurial Leadership Historical Research Reference in Entrepreneurship. Beard Books.

C

- Cabanda, E., Pajara-Pascual, M., 2011. Merger in the Philippines: Evidence in the corporate performance of William, Gothong, and Aboitiz (WG&A) shipping companies. *Journal of Business Case Studies* 3, 87–100.
- Cannella, A.A., Hambrick, D.C., 1993. Effects of executive departures on the performance of acquired firms. *Strategic Management Journal* 14, 137–152.
- Capron, L., 1999. The long-term performance of horizontal acquisitions. *Strategic Management Journal* 20, 987-1018.
- Capron, L., Pistre, N., 2002. When do acquirers earn abnormal returns? *Strategic Management Journal* 23, 781–794.
- Carhart, M.M., 1997. On persistence in mutual fund performance. *The Journal of finance* 52, 57–82.
- Chan, L.K., Hamao, Y., Lakonishok, J., 1991. Fundamentals and stock returns in Japan. *The Journal of Finance* 46, 1739–1764.
- Changqi, W., Ningling, X., 2010. Determinants of cross-border merger & acquisition performance of Chinese enterprises. *Procedia-Social and Behavioral Sciences* 2, 6896–6905.
- Charlett, D., Garland, R., Marr, N., 1995. How damaging is negative word of mouth. *Marketing Bulletin* 6, 42–50.
- Chatterjee, S., Lubatkin, M.H., Schweiger, D.M., Weber, Y., 1992. Cultural differences and shareholder value in related mergers: Linking equity and human capital. *Strategic management journal* 13, 319–334.
- Choi, J., Russell, J.S., 2004. Economic gains around mergers and acquisitions in the construction industry of the United States of America. *Canadian Journal of Civil Engineering* 31, 513–525.
- Christofferson, S.A., McNish, R.S., Sias, D.L., 2004. Where mergers go wrong. *McKinsey Quarterly* 92–99.

- Coase, R.H., 1937. The nature of the firm. *economica* 4, 386–405.
- Colovic, A., Mayrhofer, U., 2008. Les stratégies de localisation des firmes multinationales. *Revue française de gestion* 4, 151–165.
- Connelly, B.L., Certo, S.T., Ireland, R.D., Reutzel, C.R., 2011. Signaling theory: A review and assessment. *Journal of Management* 37, 39–67.
- Conyon, M.J., Girma, S., Thompson, S., Wright, P.W., 2004. Do wages rise or fall following merger? *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 66, 847–862.
- Conyon, M.J., Girma, S., Thompson, S., Wright, P.W., 2002. The impact of mergers and acquisitions on company employment in the United Kingdom. *European Economic Review* 46, 31–49.
- Conyon, M.J., Girma, S., Thompson, S., Wright, P.W., 2001a. Do hostile mergers destroy jobs? *Journal of Economic Behavior & Organization* 45, 427–440.
- Conyon, M.J., Girma, S., Thompson, S., Wright, P.W., 2001b. Do hostile mergers destroy jobs? *Journal of Economic Behavior & Organization* 45, 427–440.
- Cornett, M.M., Tehranian, H., 1992. Changes in corporate performance associated with bank acquisitions. *Journal of Financial economics* 31, 211–234.
- Cravens*, D.W., Shipp, S.H., Cravens, K.S., 1993. Analysis of co-operative interorganizational relationships, strategic alliance formation, and strategic alliance effectiveness. *Journal of Strategic Marketing* 1, 55–70.
- Cummings, W.H., Venkatesan, M., 1976. Cognitive dissonance and consumer behavior: A review of the evidence. *Journal of Marketing Research* 13, 303–308.
- Cyert, R.M., March, J.G., others, 1963. *A behavioral theory of the firm*. Englewood Cliffs, NJ 2.
- Czepiel, J.A., Rosenberg, L.J., 1977. Consumer satisfaction: concept and measurement. *Journal of the academy of Marketing Science* 5, 403–411.

D

- Dahlman, C.J., 1979. The problem of externality. *The Journal of Law & Economics* 22, 141–162.
- Darpy, D., Prim-Allaz, I., 2006. Réactance psychologique et confiance: le refus de l'engagement et les limites du marketing relationnel. 22ème Congrès International de l'Association Française Du Marketing, 11 - 12 mai 2006 - Nantes, France
- Demsetz, H., 1973. Industry structure, market rivalry, and public policy. *The Journal of Law & Economics* 16, 1–9.
- Derhy, A., 1995. Les fusions et acquisitions en France de 1959 à 1992: évolution et caractéristiques. *Revue d'économie industrielle* 73, 19–44.
- Derouiche Borgi, D., 2008. Fusions-acquisitions: doit-on privilégier la vitesse d'intégration?, 5ème Conférence Internationale de Management stratégique.

- Devos, E., Kadapakkam, P.-R., 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* 22, 1179–1211.
- Dodd, P., Ruback, R., 1977. Tender offers and stockholder returns: An empirical analysis. *Journal of financial economics* 5, 351–373.
- Duchin, R., Schmidt, B., 2013. Riding the merger wave: Uncertainty, reduced monitoring, and bad acquisitions. *Journal of Financial Economics* 107, 69–88.
- Dyer, J.H., Kale, P., Singh, H., 2004. When to Ally and When to Acquire. *Harvard Business Review*.

E

- Elmasr, H., others, 2007a. Capital intensity and stock returns. *Journal of Investment Strategy* 2, 61–66.
- Evanschitzky, H., Groening, C., Mittal, V., Wunderlich, M., 2011. How employer and employee satisfaction affect customer satisfaction: An application to franchise services. *Journal of service research* 14, 136–148.

F

- Fama, E.F., 1965. The behavior of stock-market prices. *The journal of Business* 38, 34–105.
- Fama, E.F., Fisher, L., Jensen, M.C., Roll, R., 1969. The adjustment of stock prices to new information. *International economic review* 10, 1–21.
- Fama, E.F., French, K.R., 1998. Value versus growth: The international evidence. *The journal of finance* 53, 1975–1999.
- Fama, E.F., French, K.R., 1993. Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of financial economics* 33, 3–56.
- Fama, E.F., French, K.R., 1992. The cross-section of expected stock returns. *the Journal of Finance* 47, 427–465.
- Feldman, M.L., Spratt, M.F., Price, C., Sperry, M., 2000. *Fusionner: agir vite pour réussir les transitions*. Village mondial.
- Festinger, L., 1962. *A theory of cognitive dissonance*. Stanford university press.
- Finkelstein, S., Boyd, B.K., 1998. How much does the CEO matter? The role of managerial discretion in the setting of CEO compensation. *Academy of Management journal* 41, 179–199.
- Fornell, C., 1992. A national customer satisfaction barometer: The Swedish experience. *the Journal of Marketing* 56, 6–21.
- Fornell, C., Johnson, M.D., Anderson, E.W., Cha, J., Bryant, B.E., 1996. The American customer satisfaction index: nature, purpose, and findings. *The Journal of Marketing* 60, 7–18.

- Fornell, C., Mithas, S., Morgeson III, F.V., Krishnan, M.S., 2006. Customer satisfaction and stock prices: High returns, low risk. *Journal of marketing* 70, 3–14.
- Fornell, C., Morgeson III, F.V., Hult, G.T.M., 2016a. Stock returns on customer satisfaction do beat the market: gauging the effect of a marketing intangible. *Journal of Marketing* 80, 92-107.
- Fornell, C., Morgeson III, F.V., Hult, G.T.M., 2016b. An Abnormally Abnormal Intangible: Stock Returns on Customer Satisfaction. *Journal of Marketing* 80, 122–125.
- Fornell, C., Robinson, W.T., 1983. Industrial organization and consumer satisfaction/dissatisfaction. *Journal of Consumer Research* 9, 403–412.
- Foster, G., Gupta, M., 1997. The customer profitability implications of customer satisfaction. Working paper, Stanford University and Washington University, 1997.
- Fowler, K.L., Schmidt, D.R., 1989. Determinants of tender offer post-acquisition financial performance. *Strategic Management Journal* 10, 339–350.
- Frederick, F.R., Thomas, T., 1996. The loyalty effect: the hidden force behind growth, profits, and lasting value. Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts.

G

- Garbarino, E., Johnson, M.S., 1999. The different roles of satisfaction, trust, and commitment in customer relationships. *the Journal of Marketing* 63, 70–87.
- Ghosh, A., 2001. Does operating performance really improve following corporate acquisitions? *Journal of corporate finance* 7, 151–178.
- Griffin, J.J., Mahon, J.F., 1997. The corporate social performance and corporate financial performance debate: Twenty-five years of incomparable research. *Business & society* 36, 5–31.
- Gruca, T.S., Rego, L.L., 2005a. Customer satisfaction, cash flow, and shareholder value. *Journal of Marketing* 69, 1–130.
- Gruca, T.S., Rego, L.L., 2005b. Customer satisfaction, cash flow, and shareholder value. *Journal of Marketing* 69, 1–130.
- Gugler, K., Yurtoglu, B.B., 2004. The effects of mergers on company employment in the USA and Europe. *International Journal of Industrial Organization* 22, 481–502.
- GUILLERM, M., n.d, 2016. *Méthodologie statistique*. INSEE
- Guo, C., Jiraporn, P., 2005. Customer satisfaction, net income and total assets: an exploratory study. *Journal of Targeting, Measurement and Analysis for Marketing* 13, 346–353.
- Guo, C., Kumar, A., Jiraporn, P., 2004. Customer satisfaction and profitability: is there a lagged effect? *Journal of Strategic Marketing* 12, 129–144.
- Gurviez, P., Korchia, M., 2002. Proposition d'une échelle de mesure multidimensionnelle de la confiance dans la marque. *Recherche et applications en marketing* 17, 41–61.

Gustafsson, A., Johnson, M.D., Roos, I., 2005. The effects of customer satisfaction, relationship commitment dimensions, and triggers on customer retention. *Journal of marketing* 69, 210–218.

H

Hagedoorn, J., Duysters, G., 2002. The effect of mergers and acquisitions on the technological performance of companies in a high-tech environment. *Technology Analysis & Strategic Management* 14, 67–85.

Haleblian, J., Finkelstein, S., 1999. The influence of organizational acquisition experience on acquisition performance: A behavioral learning perspective. *Administrative Science Quarterly* 44, 29–56.

Hambrick, D.C., Finkelstein, S., 1987. Managerial discretion: A bridge between polar views of organizational outcomes. *Research in organizational behavior* 9, 369–406.

Handelman, J.M., Arnold, S.J., 1999. The role of marketing actions with a social dimension: Appeals to the institutional environment. *The Journal of Marketing* 63, 33–48.

Hayes, A.F., Preacher, K.J., 2014. Statistical mediation analysis with a multicategorical independent variable. *British Journal of Mathematical and Statistical Psychology* 67, 451–470.

Healy, P.M., Palepu, K.G., Ruback, R.S., 1992. Does corporate performance improve after mergers? *Journal of financial economics* 31, 135–175.

Heide, J.B., Weiss, A.M., 1995. Vendor consideration and switching behavior for buyers in high-technology markets. *The Journal of Marketing* 59, 30–43.

Herr, P.M., Kardes, F.R., Kim, J., 1991. Effects of word-of-mouth and product-attribute information on persuasion: An accessibility-diagnostics perspective. *Journal of consumer research* 17, 454–462.

Hertrich, S., Mayrhofer, U., 2006. Les défis à l'international d'un constructeur automobile haut de gamme: Un entretien avec Patrice Franke, Directeur général d'Audi France. *Décisions Marketing* 43/44, 137–146.

Heskett, J.L., Schlesinger, L.A., others, 1994. Putting the service-profit chain to work. *Harvard business review* 72, 164–174.

Hitt, M.A., Hoskisson, R.E., Harrison, J.S., Summers, T.P., 1994. Human capital and strategic competitiveness in the 1990s. *Journal of Management Development* 13, 35–46.

Hitt, M.A., Hoskisson, R.E., Ireland, R.D., 1990. Mergers and acquisitions and managerial commitment to innovation in M-form firms. *Strategic management journal* 11, 29–48.

Hitt, M.A., Hoskisson, R.E., Ireland, R.D., Harrison, J.S., 1991. Effects of acquisitions on R&D inputs and outputs. *Academy of Management journal* 34, 693–706.

Hoberg, G., Phillips, G., 2010. Product market synergies and competition in mergers and acquisitions: A text-based analysis. *Review of Financial Studies* 23, 3773–3811.

- Homburg, C., Bucerius, M., 2005a. A marketing perspective on mergers and acquisitions: How marketing integration affects postmerger performance. *Journal of Marketing* 69, 95–113.
- Homburg, C., Bucerius, M., 2005b. A marketing perspective on mergers and acquisitions: How marketing integration affects postmerger performance. *Journal of Marketing* 69, 95–113.
- Homburg, C., Koschate, N., Hoyer, W.D., 2005. Do satisfied customers really pay more? A study of the relationship between customer satisfaction and willingness to pay. *Journal of Marketing* 69, 84–96.
- House, R.J., Rizzo, J.R., 1972. Role conflict and ambiguity as critical variables in a model of organizational behavior. *Organizational behavior and human performance* 7, 467–505.
- Howard, J.A., Sheth, J.N., 1969. *The theory of buyer behavior*. Wiley New York.
- Hubler, J., Meschi, P.-X., 2000. Alliances, acquisitions et valorisation boursière. *Revue française de gestion* 85–97.

I

- Ismail, T.H., Abdou, A.A., Annis, R.M., 2011. Review of literature linking corporate performance to mergers and acquisitions. *The Review of Financial and Accounting Studies* 1, 89–104.
- Ittner, C.D., Larcker, D.F., 1998. Are nonfinancial measures leading indicators of financial performance? An analysis of customer satisfaction. *Journal of accounting research* 36, 1–35.

J

- Jacobson, R., Mizik, N., 2009a. The financial markets and customer satisfaction: Reexamining possible financial market mispricing of customer satisfaction. *Marketing Science* 28, 810–819.
- Jacobson, R., Mizik, N., 2009b. Assessing the value-relevance of customer satisfaction. Available at SSRN 990783.
- Jaju, A., Joiner, C., Reddy, S.K., 2006. Consumer evaluations of corporate brand redeployments. *Journal of the Academy of Marketing Science* 34, 206–215.
- Jang, J., Daniliuc, S., 2014. The impact of organisational and managerial acquisition experience on M&A performance. Working paper, Australian National University.
- Jensen, M.C., 1986. Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *Corporate Finance, and Takeovers. American Economic Review* 76, 323–329.
- Jensen, M.C., Meckling, W.H., 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics* 3, 305–360.
- Johnson, M.D., Anderson, E.W., Fornell, C., 1995. Rational and adaptive performance expectations in a customer satisfaction framework. *Journal of consumer research* 21, 695–707.
- Judd, C.M., Kenny, D.A., 1981. Process analysis estimating mediation in treatment evaluations. *Evaluation review* 5, 602–619.

K

- Kahn, R.L., Wolfe, D.M., Quinn, R.P., Snoek, J.D., Rosenthal, R.A., 1964. *Organizational stress: Studies in role conflict and ambiguity*. Oxford, England: John Wiley.
- Korican, M., Barac, Z., Jelavic, I., 2014. Impact of Related Acquisition Strategy on Bidding Company Performance. *Journal of Economic and Social Studies* 4, 31-51.
- Kothari, S.P., Laguerre, T.E., Leone, A.J., 2002. Capitalization versus expensing: Evidence on the uncertainty of future earnings from capital expenditures versus R&D outlays. *Review of Accounting Studies* 7, 355–382.
- Krishnan, H.A., Park, D., 2002. The impact of work force reduction on subsequent performance in major mergers and acquisitions: an exploratory study. *Journal of Business Research* 55, 285–292.
- Krug, J.A., Hegarty, W.H., 1997. Postacquisition turnover among US top management teams: An analysis of the effects of foreign vs. domestic acquisitions of US targets. *Strategic Management Journal* 18, 667–675.
- Kubo, K., Saito, T., 2012. The effect of mergers on employment and wages: Evidence from Japan. *Journal of the Japanese and International Economies* 26, 263–284.
- Kumar, S., Hansted Blomqvist, K., 2004. Making brand equity a key factor in M&A decision-making. *Strategy & Leadership* 32, 20–27.
- Kwoka, J., Pollitt, M., 2010. Do mergers improve efficiency? Evidence from restructuring the US electric power sector. *International Journal of Industrial Organization* 28, 645–656.

L

- La Rocco, J.M., Jones, A.P., 1978. Co-worker and leader support as moderators of stress-strain relationships in work situations. *Journal of Applied Psychology* 63, 629–634.
- Lambkin, M.C., Muzellec, L., 2010. Leveraging brand equity in business-to-business mergers and acquisitions. *Industrial Marketing Management* 39, 1234–1239.
- Larsson, R., Finkelstein, S., 1999. Integrating strategic, organizational, and human resource perspectives on mergers and acquisitions: A case survey of synergy realization. *Organization science* 10, 1–26.
- Lau, B., Proimos, A., Wright, S., 2008. Accounting measures of operating performance outcomes for Australian mergers. *Journal of Applied Accounting Research* 9, 168–180.
- Lee, H.-M., Lee, C.-C., Wu, C.-C., 2011. Brand image strategy affects brand equity after M&A. *European Journal of Marketing* 45, 1091–1111.
- Lehto, E., Böckerman, P., 2008a. Analysing the employment effects of mergers and acquisitions. *Journal of Economic Behavior & Organization* 68, 112–124.

- Lehto, E., Böckerman, P., 2008b. Analysing the employment effects of mergers and acquisitions. *Journal of Economic Behavior & Organization* 68, 112–124.
- Linn, S.C., Switzer, J.A., 2001. Are cash acquisitions associated with better postcombination operating performance than stock acquisitions? *Journal of Banking & Finance* 25, 1113–1138.
- Liu, X., Zou, H., 2008. The impact of greenfield FDI and mergers and acquisitions on innovation in Chinese high-tech industries. *Journal of World Business* 43, 352–364.
- Lubatkin, M., 1983. Mergers and the Performance of the Acquiring Firm. *Academy of Management review* 8, 218–225.
- Luo, X., Bhattacharya, C.B., 2006. Corporate social responsibility, customer satisfaction, and market value. *Journal of marketing* 70, 1–18.
- Luo, X., Homburg, C., 2007. Neglected outcomes of customer satisfaction. *Journal of Marketing* 71, 133–149.
- Luo, X., Homburg, C., Wieseke, J., 2010. Customer satisfaction, analyst stock recommendations, and firm value. *Journal of Marketing Research* 47, 1041–1058.

M

- Ma, J., Pagan, J.A., Chu, Y., 2009. Abnormal returns to mergers and acquisitions in ten Asian stock markets. *International Journal of Business* 14, 235-250.
- Majumdar, S.K., Yaylacicegi, U., Moussawi, R., 2012. Mergers and synergy: Lessons from contemporary telecommunications history. *Telecommunications policy* 36, 140–154.
- Malshe, A., Agarwal, M.K., 2015. From finance to marketing: the impact of financial leverage on customer satisfaction. *Journal of Marketing*. *Journal of Marketing* 79, 21-38.
- Mamatov, M., Mazanyy, M., Kristensson, D., 2010. Customer reactions to M&As. Lund University.
- Mantravadi, D.P., Reddy, A.V., 2008. Post-merger performance of acquiring firms from different industries in India. *International Research Journal of Finance and Economics* 22, 92-203.
- Marks, M.L., Mirvis, P.H., 2001. Making mergers and acquisitions work: Strategic and psychological preparation. *The Academy of Management Executive* 15, 80–92.
- Mayrhofer, U., Roth, F., 2007. Culture nationale, distance culturelle et stratégies de rapprochement: une analyse du secteur financier. *Management international* 11, 29-40.
- McGuckin, R.H., Nguyen, S.V., 2001. The impact of ownership changes: A view from labor markets. *International Journal of Industrial Organization* 19, 739–762.
- McGuckin, R.H., Nguyen, S.V., 1995. On productivity and plant ownership change: New evidence from the longitudinal research database. *The Rand Journal of Economics* 26, 257–276.
- McLelland, M.A., Goldsmith, R.E., 2014. In the Wake of a Merger: Consumer Reactions to Service Failures. *Journal of Applied Marketing Theory* 5, 1–25.

- Meier, O., Schier, G., 2012. Fusions acquisitions-4e ed.-Stratégie. Finance. Management: Stratégie. Finance. Management. Dunod.
- Mittal, V., Anderson, E.W., Sayrak, A., Tadikamalla, P., 2005. Dual emphasis and the long-term financial impact of customer satisfaction. *Marketing Science* 24, 544–555.
- Mittal, V., Kamakura, W.A., 2001. Satisfaction, repurchase intent, and repurchase behavior: Investigating the moderating effect of customer characteristics. *Journal of marketing research* 38, 131–142.
- Mizik, N., Jacobson, R., 2009. Financial markets research in marketing. *Journal of Marketing Research* 46, 320–324.
- Mizik, N., Jacobson, R., 2008. The financial value impact of perceptual brand attributes. *Journal of Marketing Research* 45, 15–32.
- Moeller, S.B., Schlingemann, F.P., Stulz, R.M., 2004. Firm size and the gains from acquisitions. *Journal of Financial Economics* 73, 201–228.
- Montgomery, C.A., Wilson, V.A., 1986. Research note and communication mergers that last: a predictable pattern? *Strategic Management Journal* 7, 91–96.
- Moran, V., Panasian, C., 2005. The human side of mergers and acquisitions: A look at the evidence. No. 1, Año 3, Enero 2005.
- Morck, R., Shleifer, A., Vishny, R.W., 1988. Alternative mechanisms for corporate control. *The American Economic Review* 79, 842-852.
- Morgan, R.M., Hunt, S.D., 1994. The commitment-trust theory of relationship marketing. *The journal of marketing* 58, 20–38.
- Muthukrishnan, A.V., 1995. Decision ambiguity and incumbent brand advantage. *Journal of Consumer Research* 22, 98–109.

N

- Napier, N.K., 1989. Mergers and acquisitions, human resource issues and outcomes: A review and suggested typology. *Journal of management studies* 26, 271–290.
- Ngobo, P.V., 2005. Drivers of upward and downward migration: An empirical investigation among theatregoers. *International Journal of Research in Marketing* 22, 183–201.
- Ngobo, P.V., 2000. Satisfaction des clients et part de marché de l'entreprise : Un réexamen au regard de récentes avancées théoriques. *Recherche et Applications en Marketing* 15, 21–41.
- Ngobo, P.-V., 1999. Decreasing returns in customer loyalty: Does it really matter to delight the customers? *Advances in consumer research* 26, 469-476.
- Ngobo, P.-V., Casta, J.-F., Ramond, O., 2012. Is customer satisfaction a relevant metric for financial analysts? *Journal of the Academy of Marketing Science* 40, 480–508.

- Ngobo, P.V., Gatignon, H., 2012. Explaining cross-country differences in the effects of R&D expenditures on risk and stock returns. Working Paper.
- Ngobo, P.V., Ramaroson, A., 2005. Facteurs déterminants de la relation entre la satisfaction des clients et la performance de l'entreprise. *Décisions marketing* 40, 75–84.

O

- Öberg, C., 2008. The importance of customers in mergers and acquisitions. Linköping University.
- Oliver, R.L., 1980. A cognitive model of the antecedents and consequences of satisfaction decisions. *Journal of marketing research* 17, 460–469.
- O'Sullivan, D., Hutchinson, M.C., O'Connell, V., 2009a. Empirical evidence of the stock market's (mis) pricing of customer satisfaction. *International Journal of Research in Marketing* 26, 154–161.
- O'Sullivan, D., Hutchinson, M.C., O'Connell, V., 2009b. Measuring alpha: The consequences of ignoring the four-factor model: In response to the commentary: "The statistical significance of portfolio returns" by Claes Fornell, Sunil Mithas and Forrest Morgeson. *International Journal of Research in Marketing* 26, 164–165.

P

- Pablo, A.L., 1994. Determinants of acquisition integration level: A decision-making perspective. *Academy of management Journal* 37, 803–836.
- Palmatier, R.W., Dant, R.P., Grewal, D., Evans, K.R., 2006. Factors influencing the effectiveness of relationship marketing: a meta-analysis. *Journal of marketing* 70, 136–153.
- Panayides, P.M., Gong, X., 2002. The stock market reaction to merger and acquisition announcements in liner shipping. *International journal of maritime economics* 4, 55–80.
- Pazarskis, M., Vogiatzoglou, M., Christodoulou, P., Drogalas, G., 2006. Exploring the improvement of corporate performance after mergers—the case of Greece. *International Research Journal of Finance and Economics* 6, 184–192.
- Pincus, S., Waters, L.K., 1977. Informational social influence and product quality judgments. *Journal of Applied Psychology* 62, 615–619.
- Polonsky, M.J., Daub, C.-H., Ergenzinger, R., 2005a. Enabling sustainable management through a new multi-disciplinary concept of customer satisfaction. *European Journal of Marketing* 39, 998–1012.
- Polonsky, M.J., Maignan, I., Ferrell, O.C., Ferrell, L., 2005b. A stakeholder model for implementing social responsibility in marketing. *European Journal of Marketing* 39, 956–977.
- Poncin, I., Pieters, R., 2002. Effets d'assimilation et de contraste dans les réactions affectives induites par les annonces télévisées: l'impact de la similarité thématique et du mode de traitement. Actes du 18ème congrès de l'Association Française du Marketing 331–350.

- Porter, M.E., 1986. *Competition in global industries*. Harvard Business Press.
- Powell, R.G., Stark, A.W., 2005. Does operating performance increase post-takeover for UK takeovers? A comparison of performance measures and benchmarks. *Journal of Corporate Finance* 11, 293–317.
- Preacher, K.J., Hayes, A.F., 2008a. Asymptotic and resampling strategies for assessing and comparing indirect effects in multiple mediator models. *Behavior research methods* 40, 879–891.
- Preacher, K.J., Hayes, A.F., 2008b. *Assessing mediation in communication research*. The Sage sourcebook of advanced data analysis methods for communication research 13–54.

Q

- QUIRY, P., LE FUR, Y., 2005. *Vernimmen 2005 Finance d'entreprise*. Paris, Dalloz.

R

- Ramaswamy, K.P., Waegelein, J.F., 2003. Firm financial performance following mergers. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 20, 115–126.
- Ravenscraft, D.J., Scherer, F.M., 1989. The profitability of mergers. *International journal of industrial organization* 7, 101–116.
- Ravenscraft, D.J., Scherer, F.M., 1987. Life after takeover. *The Journal of Industrial Economics* 36, 147–156.
- Rego, L.L., Morgan, N.A., Fornell, C., 2013. Reexamining the market share–customer satisfaction relationship. *Journal of Marketing* 77, 1–20.
- Rezitis, A.N., 2008. Efficiency and productivity effects of bank mergers: Evidence from the Greek banking industry. *Economic Modelling* 25, 236–254.
- Rust, R.T., Zahorik, A.J., 1993. Customer satisfaction, customer retention, and market share. *Journal of retailing* 69, 193–215.

S

- Saboo, S., Gopi, S., 2009. Comparison of Post-Merger performance of Acquiring Firms (India) involved in Domestic and Cross-border acquisitions. MPRA N°13.
- Samitas, A.G., Kenourgios, D.F., 2007. Impact of mergers and acquisitions on stock returns of tramp shipping firms. *International Journal of Financial Services Management* 2, 327–343.
- Samuelson, W., Zeckhauser, R., 1988. Status quo bias in decision making. *Journal of risk and uncertainty* 1, 7–59.
- Sarala, R.M., 2010. The impact of cultural differences and acculturation factors on post-acquisition conflict. *Scandinavian Journal of Management* 26, 38–56.

- Scholtens, B., de Wit, R., 2004. Announcement effects of bank mergers in Europe and the US. *Research in International Business and Finance* 18, 217–228.
- Schweiger, D.M., Denisi, A.S., 1991. Communication with employees following a merger: A longitudinal field experiment. *Academy of management journal* 34, 110–135.
- Scott, W.R., 1987. The adolescence of institutional theory. *Administrative science quarterly* 32, 493–511.
- Shah, P., Arora, P., 2014. M&A announcements and their effect on return to shareholders: An event study. *Accounting and Finance Research* 3, 170-190.
- Shaw, J.B., Fields, M.W., Thacker, J.W., Fisher, C.D., 1993. The availability of personal and external coping resources: Their impact on job stress and employee attitudes during organizational restructuring. *Work & Stress* 7, 229–246.
- Sherif, M., Hovland, C.I., 1961. *Social judgment: Assimilation and contrast effects in communication and attitude change*. Oxford, England: Yale Univer. Press.
- Shleifer, A., Summers, L.H., 1988. Breach of trust in hostile takeovers, in: *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*. University of Chicago Press, pp. 33–68.
- Shrivastava, P., 1986. Postmerger integration. *Journal of business strategy* 7, 65–76.
- Siegel, D.S., Simons, K.L., 2010. Assessing the effects of mergers and acquisitions on firm performance, plant productivity, and workers: new evidence from matched employer-employee data. *Strategic Management Journal* 31, 903–916.
- Siegel, D.S., Simons, K.L., others, 2008. Evaluating the effects of mergers and acquisitions on employees: evidence from matched employer-employee data. *Jerusalem Institute for Market Studies*. 32p.
- Sikora, M., 2005. Consumers are a hot issue for merging businesses. *Mergers & Acquisitions: The Dealmaker's Journal* 40, 16–18.
- Simon, H.A., 1965. *Administrative behavior*. Cambridge Univ Press.
- Soberman, D., Gatignon, H., 2005. Research issues at the boundary of competitive dynamics and market evolution. *Marketing Science* 24, 165–174.
- Sorescu, A., Shankar, V., Kushwaha, T., 2007. New product preannouncements and shareholder value: Don't make promises you can't keep. *Journal of Marketing Research* 44, 468–489.
- Sorescu, A., Sorescu, S.M., 2016. Customer Satisfaction and Long-Term Stock Returns. *Journal of Marketing* 80, 110–115.
- Srinivasan, S., Hanssens, D.M., 2009. Marketing and firm value: Metrics, methods, findings, and future directions. *Journal of Marketing research* 46, 293–312.
- Srivastava, R.K., Shervani, T.A., Fahey, L., 1998. Market-based assets and shareholder value: A framework for analysis. *The Journal of Marketing* 62, 2–18.
- Sudarsanam, S., Mahate, A.A., 2003. Glamour acquirers, method of payment and post-acquisition performance: the UK evidence. *Journal of Business Finance & Accounting* 30, 299–342.

Swaminathan, V., Groening, C., Mittal, V., Thomaz, F., 2014. How achieving the dual goal of customer satisfaction and efficiency in mergers affects a firm's long-term financial performance. *Journal of Service Research* 17, 182–194.

Swaminathan, V., Murshed, F., Hulland, J., 2008. Value creation following merger and acquisition announcements: the role of strategic emphasis alignment. *Journal of Marketing Research* 45, 33–47.

T

Teerikangas, S., Very, P., 2006. The culture–performance relationship in M&A: From yes/no to how. *British Journal of Management* 17, S31–S48.

Thorbjørnsen, H., Dahlén, M., 2011. Customer reactions to acquirer-dominant mergers and acquisitions. *International journal of Research in Marketing* 28, 332–341.

Tirole, J., 1988. *The theory of industrial organization*. MIT press.

Tornow, W.W., Wiley, J.W., 1991. Service quality and management practices: A look at employee attitudes, customer satisfaction, and bottom-line consequences. *People and Strategy* 14, 105.

Trautwein, F., 1990. Merger motives and merger prescriptions. *Strategic management journal* 11, 283–295.

Tuli, K.R., Bharadwaj, S.G., 2009. Customer satisfaction and stock returns risk. *Journal of marketing* 73, 184–197.

Tuli, K.R., Kohli, A.K., Bharadwaj, S.G., 2007. Rethinking customer solutions: From product bundles to relational processes. *Journal of Marketing* 71, 1–17.

V

Valentin Ngobo, P., 2004. Drivers of customers' cross-buying intentions. *European Journal of Marketing* 38, 1129–1157.

Van Campenhout, L., Quivy, R., 2011. *Manuel de recherche en sciences sociales-4e edition*. Dunod.

Verhoef, P.C., 2003. Understanding the effect of customer relationship management efforts on customer retention and customer share development. *Journal of marketing* 67, 30–45.

Very, P., Lubatkin, M., Calori, R., 1996. A cross-national assessment of acculturative stress in recent European mergers. *International Studies of Management & Organization* 26, 59–86.

W

Weber, R.A., Camerer, C.F., 2003. Cultural conflict and merger failure: An experimental approach. *Management science* 49, 400–415.

Westbrook, R.A., Reilly, M.D., 1983. Value-percept disparity: an alternative to the disconfirmation of expectations theory of consumer satisfaction. *Advances in Consumer Research* 10, 256-261.

Why Consumers Hate Mergers - Bloomberg. 2004-12-05.

Wiley, J.W., 1991. Customer satisfaction: A supportive work environment and its financial cost. *People and Strategy* 14, 117.

Williamson, O.E., 1975. *Markets and Hierarchies. Analysis and Antitrust Implications*/Oliver Eaton Williamson. New York.

Winkler, G., Schwaiger, M.S., 2011. Is customer satisfaction driving revenue a longitudinal analysis with evidence from the banking industry. *Journal of Business & Economics Research* 2, 11-22.

Wirtz, P., 2001. Système national de gouvernance, structures locales et logique de création et d'appropriation de rentes: les enseignements du cas Vodafone/Mannesmann. *Finance Contrôle Stratégie* 4, 163–201.

Wong, A., Cheung, K.Y., 2009. The effects of merger and acquisition announcements on the security prices of bidding firms and target firms in Asia. *International Journal of Economics and Finance* 1, 274 - 283.

Y

Yeh, T., Hoshino, Y., 2002. Productivity and operating performance of Japanese merging firms: Keiretsu-related and independent mergers. *Japan and the World Economy* 14, 347–366.

Yeung, M.C., Ging, L.C., Ennew, C.T., 2002. Customer satisfaction and profitability: A reappraisal of the nature of the relationship. *Journal of Targeting, Measurement and Analysis for Marketing* 11, 24–33.

Z

Zeithaml, V.A., 1988. Consumer perceptions of price, quality, and value: a means-end model and synthesis of evidence. *The Journal of marketing* 52, 2–22.

ANNEXES

National ACSI = 77.0 (weighted average of all sectors and industries)						
Cooperative Utilities	78	Energy Utilities		E-Business	76	Internet News & Opinion
Investor-Owned Utilities	75	74.9		74.9	77	Internet Search Engines & Information
Municipal Utilities	72				73	Internet Social Media
Apparel	79	Manufacturing/ Nondurable Goods		Telecommunications & Information	81	Computer Software
Athletic Shoes	80	82.1		70.1	70	Fixed-Line Telephone Service
Breweries	83				64	Internet Service Providers
Food Manufacturing	83				64	Subscription Television Service
Personal Care & Cleaning Products	83				73	Wireless Telephone Service
Soft Drinks	84					
Federal Government	68.0	Public Administration/ Government		Health Care & Social Assistance	77	Ambulatory Care
Local Government	72.5	70.3		76.1	75	Hospitals
Airlines	75	Transportation		Accommodation & Food Services	78	Full-Service Restaurants
Consumer Shipping	81	76.8		78.0	76	Hotels
U.S. Postal Service	73				79	Limited-Service Restaurants
Department & Discount Stores	78	Retail Trade		Finance & Insurance	80	Banks
Gasoline Stations	76	78.3		76.5	82	Credit Unions
Health & Personal Care Stores	78				72	Health Insurance
Specialty Retail Stores	80				79	Life Insurance
Supermarkets	78				78	Property & Casualty Insurance
Automobiles & Light Vehicles	82	Manufacturing/ Durable Goods		E-Commerce	80	Internet Investment Services
Cellular Telephones	79	81.9		82.4	83	Internet Retail
Televisions & Video Players	87				79	Internet Travel Services
Household Appliances	82					
Personal Computers	78					

Annexe 1. Les scores de satisfaction client à travers trois niveaux (industrie, secteur et national).

1-800-Flowers.com Inc	Consolidated Edison Inc	Kroger Co	Qwest Communications International Inc
Aetna Inc	Costco	Liz Claiborne Inc	Ralston Purina Co
Albertsons Inc	Dell Inc	Lowe's	Reynolds American Inc
Allegheny Energy	Delta Air Lines Inc	Marriott International Inc	Rite Aid
Allstate	Dial Corp	May Department Stores Co	SabMiller PLC
Amazon.com Inc	Dillard's Inc	Maytag Corp	Sears Holdings Corp,
Ameren Corp	Dish Network	McDonald's	Sempra Energy
American Stores	Dominion Resources Inc	MCI Communications Corp	Sony
Ameritech Corp	DTE Energy Co	MetLife Inc	Southwest Airlines Co
Amoco	Duke Energy Corp	Microsoft Corp	Staples
Anheuser Busch Inc	E*TRADE Financial Corp	Molson Coors Brewing Co	Starbucks
AOL Inc	Ebay Inc	Motorola Mobility Inc	SuperValu
Apple Inc	Edison International Corp	Nabisco Inc	Target Corp
AT&T	Electrolux	National Grid PLC	TD Ameritrade Holding Corp
Bank of America Corp	Exelon Corp	NextEra Energy Inc	Texaco
Bank One	Expedia Inc	Nike Inc	Time Warner Cable Inc
barnesandnoble.com	Facebook	Nissan Motor Company Limited	TJX Cos Inc
Bell Atlantic Corp/Verizon	FEDEX Corp	Nokia	Toyota
Best Buy Co Inc	FirstEnergy Corp	Nordstrom	Tyson Foods Inc
BMW AG	Ford Motor Co	Northeast Utilities/Eversource Energy	United Parcel Service Inc {UPS}
Buy.com Inc	Gap	Office Depot	UnitedHealth Group Inc
Campbell Soup Co	Gateway	Orbitz	VF Corp
Centurylink Inc	General Mills Inc	PACIFIC GAS & ELECTRIC CO	Volkswagen AG
Charles Schwab	GTE Corp	Peco Energy Company	Wachovia
Chevron Corp	Hanesbrands Inc	PepsiCo Inc	Wal Mart Stores Inc
Chrysler Corp	Hershey Foods Corp	Philip Morris International Inc	Walgreen
Circuit City Stores	Hilton Hotels Corp	PPL Corp	WellPoint, Inc/Anthem Inc
Citigroup Inc	Home Depot	Priceline	Wells Fargo & Company
Clorox	Honda	Procter & Gamble Co	Whirlpool Corp
CMS Energy Corp	Hyundai Motor Co Ltd	Progress Energy Inc	Whole Foods
Coca-Cola Co	JPMorgan Chase	Prudential PLC	Xcel Energy Inc
Colgate-Palmolive Co	Kellogg Co	Public Service Enterprise Group Inc	Yahoo! Inc
Comcast	Kohl's Corp	Publix Super Markets Inc	
ConAgra Inc	Kraft Foods Inc		

Annexe 2. Les 133 entreprises retenues dans l'échantillon.

Sic code	Nom du secteur	Observations
13	Oil and gas extraction	1
20	Food and kindred products	16
21	Tobaco products	2
23	Apparel and other finished products	3
28	Chemicals and allied products	2
29	Petroleum refining and other industries	2
35	Industrial, commercial machinery, and computer equipment	3
36	Electronic and other Electrical Equipment and Components, except Computer Equipment	6
37	Transportation equipment	8
39	Miscellaneous Manufacturing Industries	1
42	Motor Freight Transportation and Warehousing	1
45	Transportation by air	3
47	Transportation services	1
48	Communications	10
49	Electric, gas, and sanitary services	20
52	Building Materials, Hardware, Garden Supply, and Mobile Home Dealers	2
53	General merchandise stores	8
54	Food stores	6
56	Apparel and Accessory Stores	2
57	Home Furniture, Furnishings, and Equipment Stores	2
58	Eating and Drinking Places	2
59	Miscellaneous Retail	8
60	Depository institutions	6
62	Security and Commodity Brokers, Dealers, Exchanges, and Services	2
63	Insurance carriers	6
67	Holding and other Investment Offices	1
70	Hotels and other lodging places	2
73	Business services	7
	Total	133

Annexe 3. La structure de l'échantillon à travers les secteurs.

COMPANYNAME	YEAR	DiviendsShare	DIVIDENDday
Colgate-Palmolive Co	1994	.024063	.0000668
Colgate-Palmolive Co	1995	.0275	.0000764
Colgate-Palmolive Co	1996	.029375	.0000816
Colgate-Palmolive Co	1997	.06625	.000184
Colgate-Palmolive Co	1998	.06875	.000191
Colgate-Palmolive Co	1999	.1475	.0004097
Colgate-Palmolive Co	2000	.1575	.0004375
Colgate-Palmolive Co	2001	.169	.0004694
Colgate-Palmolive Co	2002	.18	.0005
Colgate-Palmolive Co	2003	.225	.000625
Colgate-Palmolive Co	2004	.24	.0006667
Colgate-Palmolive Co	2005	.2775	.0007708
Colgate-Palmolive Co	2006	.3125	.0008681
Colgate-Palmolive Co	2007	.35	.0009722
Colgate-Palmolive Co	2008	.39	.0010833
Colgate-Palmolive Co	2009	.43	.0011944
Colgate-Palmolive Co	2010	.5075	.0014097
Colgate-Palmolive Co	2011	.5675	.0015764
Colgate-Palmolive Co	2012	.61	.0016944
Colgate-Palmolive Co	2013	1.33	.0036944
Colgate-Palmolive Co	2014	1.42	.0039444

Annexe 4. Calcul des dividendes journaliers (exemple de Colgate-Palmolive).

N°	Etapes pour calculer les variables sectorielles
1	sort COMPANY
2	quietly by COMPANY: gen dup = cond(_N==1,0, _n)
3	drop if dup>1
4	reshape long SALES CAPEX RDTOSALES , i(COMPANY) j(year)
5	drop dup
6	bysort year: egen INDSALES=sum(SALES)
7	gen MSHARE =(SALES/INDSALES)*100
8	drop if MSHARE<0
9	bysort year: egen HHI=sum(MSHARE^2)
10	recode RDTOSALES(.=0)
11	bysort year: egen INDRDTOSALES=mean(RDTOSALES)
12	gen CAPEXTOSALES=(CAPEX/SALES)*100
13	recode CAPEXTOSALES (90/max=.)
14	bysort year: egen INDCAPINTENSITY=mean(CAPEXTOSALES)
15	sort year SICDIGITCODE
16	quietly by year SICDIGITCODE: gen dup = cond(_N==1,0, _n)
17	drop if dup>1
18	drop dup
19	keep year SICDIGITCODE HHI INDRDTOSALES INDCAPINTENSITY

Annexe 5. Procédure de calcul des variables sectorielles.

Etapes	Les formules (codes) pour le calcul du rendement anormal
I	use "C:\Users\pc\Documents\THESE DAVID\DAVID FULL.dta", clear
	keep COMPANYNAME YEAR DiviendsShare
	keep if COMPANYNAME=="Colgate-Palmolive Co"
	(2982 observations deleted)
	recode DiviendsShare(.=0)
	(DiviendsShare: 0 changes made)
	gen DIVIDENDday= DiviendsShare/360
	recode DIVIDENDday(.=0)
	(DIVIDENDday: 0 changes made)
	save "C:\Users\pc\Documents\THESE DAVID\COLGATEPALMOLIVE DIVIDEND.dta"
file C:\Users\pc\Documents\THESE DAVID\COLGATEPALMOLIVE DIVIDEND.dta saved	
II	****JE FUSIONNE LE FICHIER DIVIDEND AVEC LE FICHIER STOCK PRICE**
	joinby using "C:\Users\pc\Documents\THESE DAVID\COLGATEPALMOLIVE.dta", unmatched(both) _merge(_merge)
	join on common variables: YEAR
	drop _merge
III	***CALCUL DES RENDEMENTS BRUTS**
	gen RawReturns = (ColgatePalmoliveCo - COLGATEPALMOLIVElag +DIVIDENDday)/ColgatePalmoliveCo
	(1 missing value generated)
	save "C:\Users\pc\Documents\THESE DAVID\COLGATEPALMOLIVE.dta", replace
	file C:\Users\pc\Documents\THESE DAVID\COLGATEPALMOLIVE.dta saved
IV	**** JE FUSIONNE LE FICHIER DES RAW RETURNS AVEC LE FICHIER FAMA FRENCH CARHART***
	joinby using "C:\Users\pc\Documents\THESE DAVID\DAVID FAMA FRENCH CAHART OK.dta", unmatched(both) _merge(_merge)
	join on common variables: YEAR MONTH DAY
	drop if YEAR==2015
	(230 observations deleted)
	drop _merge
V	*** ESTIMATION***
	** JE CALCULE LA VARIABLE DEPENDANTE (RawReturns-rf)
	gen DEPENDANTE= RawReturns-rf
	(192 missing values generated)
	reg DEPENDANTE mktrf smb hml mom
	Source SS df MS Number of obs = 5287
	-----+----- F(4, 5282) = 263.03
	Model .266532137 4 .066633034 Prob > F = 0.0000
	Residual 1.33805785 5282 .000253324 R-squared = 0.1661
	-----+----- Adj R-squared = 0.1655

Annexe 6. Procédure de calcul des rendements anormaux (exemple de ColgatePalmolive).

	Total 1.60458999 5286 .000303555	Root MSE = .01592

	DEPENDANTE	Coef. Std. Err. t P> t [95% Conf. Interval]
	-----+-----	
	mktrf .0058758 .0001939 30.30 0.000 .0054957 .006256	
	smb -.0040186 .0003614 -11.12 0.000 -.0047272 -.0033101	
	hml .000216 .0003747 0.58 0.564 -.0005186 .0009506	
	mom .0010602 .0002601 4.08 0.000 .0005503 .00157	
	_cons -.0104849 .0002192 -47.82 0.000 -.0109147 -.0100551	

	predict PRED, xb	
	(191 missing values generated)	
	predict RESIDUALS, residuals	
	(192 missing values generated)	
	bysort YEAR: gen sumt = sum(log(1+RESIDUALS))	
	bysort YEAR: gen returns = (exp(sumt)-1)/100 if _n==_N	
	(5457 missing values generated)	
	sort YEAR	
	keep if MONTH==12	
	(5014 observations deleted)	
	drop if returns==.	
	(444 observations deleted)	
	quietly by YEAR: gen dup = cond(_N==1,0,_n)	
	drop if dup>1	
	(0 observations deleted)	
	keep COMPANYNAME YEAR returns	
	save "C:\Users\pc\Documents\THESE DAVID\COLGATEPALMOLIVE abnormal returns ok.dta"	
VI	file C:\Users\pc\Documents\THESE DAVID\COLGATEPALMOLIVE abnormal returns ok.dta saved	

Lettre ouverte contre l'invasion de l'agrochimie dans nos assiettes

Le rachat du groupe américain Monsanto par l'allemand Bayer, en septembre 2016, ne peut pas laisser les professionnels de la restauration indifférents. Avec cette acquisition, ce nouveau mastodonte des semences et des pesticides a une ambition : contrôler toute la chaîne alimentaire, de la terre où pousse la semence jusqu'à l'assiette du consommateur. Une telle entreprise n'a qu'une ambition : accroître ses activités, donc ses bénéfices, sur tous les continents, au mépris de la biodiversité et de la santé des populations. Si l'Union européenne s'est montrée inquiète suite à ce rapprochement, les citoyens ne peuvent se contenter de regarder la chimie remplir leurs assiettes.

Ardents défenseurs du bien manger, engagés quotidiennement dans la valorisation du bon produit et des petits producteurs, les professionnels de la restauration veulent rappeler leur attachement à quelques valeurs fondamentales : le soutien à la biodiversité, le respect de l'environnement et la santé des consommateurs. Ce rapprochement agrochimique constitue un danger pour nos assiettes, mais il est également une source d'inquiétude pour les paysans et les agriculteurs qui voient se limiter leur liberté de planter et cultiver telle ou telle semence. Demain, à cause des OGM, du Roundup et des différents produits chimiques sortis des usines, les diversités culturale et culturelle n'existeront plus. La nature vivante ne sera plus qu'un produit marketé, transformé, muté au service d'un Léviathan.

Il est nécessaire que les chefs et tous les acteurs de la restauration prennent la parole et expriment publiquement leurs inquiétudes : sans un produit sain et de qualité, sans diversité des cultures, le cuisinier ne peut plus exprimer son talent créatif. Il n'est plus en mesure de faire son métier comme il l'aime et de le transmettre avec passion. Quant au paysan et à l'agriculteur, ils se transforment en simples exécutants d'un grand tout agrochimique qui les dépasse : des ouvriers à la solde d'une entreprise apatride, hors sol.

Cette Lettre ouverte contre l'invasion de l'agrochimie dans nos assiettes est un appel à la responsabilité et à la prise de conscience collective. Des enjeux majeurs pour notre alimentation se jouent actuellement. Non, la nature, la diversité et la qualité de notre alimentation ne doivent pas passer sous le rouleau compresseur liberticide du groupe Bayer-Monsanto.

Annexe 7. Lettre ouverte des chefs contre la fusion de Monsanto et Bayer

Rang	Année	Entreprise acquéreuse	Entreprise cible	Valeur (Milliards \$)	Valeur (Milliards €)
1	1999	Vodafone AirTouch PLC	Mannesmann AG	202,79	204,79
2	2000	America Online Inc	Time Warner	164,75	160,71
3	2013	Verizon Communications Inc	Verizon Wireless Inc	130,3	100,46
4	2015	Anheuser-Busch Inbev	SABMiller PLC	101,48	92,27
5	2007	Spin-off	Philip Morris Intl Inc	107,65	68,08
6	2015	Anheuser-Busch Inbev SA/NV	SABMiller PLC	101,10	91,93
7	2007	RFS Holdings BV	ABN-AMRO Holding NV	98,19	71,3
8	1999	Pfizer Inc	Warner-Lambert Co	89,17	84,94
9	2016	AT&T Inc	Time Warner Inc	85,41	78,46
10	1998	Exxon Corp	Mobil Corp	78,95	68,36
11	2000	Glaxo Wellcome PLC	SmithKline Beecham PLC	75,96	74,9
12	2004	Royal Dutch Petroleum Co	Shell Transport & Trading Co	74,56	58,49
13	2006	AT&T Inc	BellSouth Corp	72,67	60,18
14	1998	Travelers Group Inc	Citicorp	72,56	67,25
15	2001	Comcast Corp	AT&T Broadband & Internet Svcs	72,04	85,09
16	2015	Royal Dutch Shell PLC	BG Group PLC	69,45	64,4
17	2014	Actavis PLC	Allergan Inc	68,45	49,62
18	2009	Pfizer Inc	Wyeth	67,29	51,88
19	2015	Dell Inc	EMC Corp	66	51,38
20	1998	SBC Communications Inc	Ameritech Corp	62,59	56,48
21	2015	The Dow Chemical Co	DuPont	62,11	56,35
22	1998	NationsBank Corp, Charlotte, NC	BankAmerica Corp	61,63	56,67
23	2006	Gaz de France SA	Suez SA	60,86	44,64
24	1999	Vodafone Group PLC	AirTouch Communications Inc	60,29	51,65
25	2004	Sanofi-Synthelabo SA	Aventis SA	60,24	49,99
26	2000	Spin-off	Nortel Networks Corp	59,97	65,51
27	2002	Pfizer Inc	Pharmacia Corp	59,52	60,02
28	2004	JPMorgan Chase & Co	Bank One Corp, Chicago, IL	58,66	45,94
29	2016	Bayer AG	Monsanto Co	56,60	49,75
30	1999	Qwest Commun Intl Inc	US WEST Inc	56,31	52,80

Annexe 8. Top 30 des opérations de Fusions et Acquisitions.

Résumé

Certaines informations laissent penser que les clients réagissent négativement aux opérations de fusions et acquisitions. Or les chercheurs en marketing se sont peu intéressés aux effets produits par ces opérations sur la satisfaction des clients. Par ailleurs, la performance des fusions et acquisitions reste l'objet de controverses et suscitent un débat au sein des chercheurs.

Ce travail cherche donc à comprendre si la satisfaction des clients joue le rôle de médiateur de la relation entre une fusion et acquisition et la performance d'une entreprise. Pour se faire, nous analysons 1959 opérations de fusions et acquisitions réalisées par 133 entreprises sur la période allant de 1994 à 2014.

Les données sont collectées à partir des bases de données marketing (ACSI), comptables/financières et boursières (Thomson One Banker, Datastream et Fama-French Data Library).

Les résultats montrent que les opérations de fusions-acquisitions réalisées par les entreprises expérimentées en matière de fusions-acquisitions permettent d'améliorer le niveau de satisfaction des clients.

Les fusions-acquisitions influencent la performance des entreprises parce qu'elles impactent le niveau de satisfaction des clients, qui constitue l'un des principaux déterminants du résultat d'exploitation et de la valeur boursière d'une entreprise. En somme, la satisfaction des clients permet bien de mieux expliquer l'impact des fusions et acquisitions sur la valeur de l'entreprise.

Mots Clés

Satisfaction clients, Fusions et Acquisitions, Valeur de l'entreprise

Abstract

There is some evidence that customers are responding negatively to mergers and acquisitions (M&A). However, marketing researchers have paid little attention to the effects of these operations on customer satisfaction. Moreover, the performance of M&A remains controversial and arouses debate among researchers.

This work seeks to understand whether customer satisfaction plays the role of mediator in the relationship between M&A and the performance of a company. We analyze 1,959 M&A transactions carried out by 133 companies over the period 1994 to 2014.

Data are gathered from marketing (i.e. American Customer Satisfaction Index) and financial (Thomson One Banker, Datastream and Fama-French Data Library) databases.

The results show that mergers and acquisitions carried out by companies experienced in M&A can improve the level of customer satisfaction.

Mergers and acquisitions influence firm performance because they impact the level of customer satisfaction, which is one of the main determinants of a company's operating result and stock market value. In sum, customer satisfaction does allow us to explain the impact of M&A on the value of the firm.

Keywords

Customer satisfaction, Mergers and Acquisitions, Firm value