



**HAL**  
open science

# Le rôle de la politique de dividendes dans le cadre des opérations de fusions-acquisitions

Aymen Turki

► **To cite this version:**

Aymen Turki. Le rôle de la politique de dividendes dans le cadre des opérations de fusions-acquisitions. Gestion et management. Université du Droit et de la Santé - Lille II, 2013. Français. NNT : 2013LIL20003 . tel-00944725

**HAL Id: tel-00944725**

**<https://theses.hal.science/tel-00944725>**

Submitted on 11 Feb 2014

**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.



Université Lille Nord de France  
Pôle de Recherche  
et d'Enseignement Supérieur



**Université Lille 2**  
**Droit et Santé**

**Thèse délivrée par**

**L'Université Lille 2 – Droit et Santé**

N° attribué par la bibliothèque

\_\_\_\_\_|\_\_\_\_\_|\_\_\_\_\_|\_\_\_\_\_|\_\_\_\_\_|\_\_\_\_\_|\_\_\_\_\_|\_\_\_\_\_|\_\_\_\_\_|\_\_\_\_\_|

**THÈSE**

**Pour obtenir le grade de Docteur en Sciences de Gestion**

Présentée et soutenue publiquement par

**Aymen TURKI**

Le 1<sup>er</sup> Juillet 2013

*Le rôle de la politique de dividendes dans le cadre des opérations de fusions-acquisitions*

**JURY**

**Directeur de thèse : Mr. Sébastien DEREPPER**

Professeur à l'Université Lille 2, FFBC

**Membres du jury: Mr. Alain CHEVALIER**

Professeur à l'ESCP-EAP European School of Management

**Mr. Sébastien DEREPPER**

Professeur à l'Université Lille 2, FFBC

**Mr. Pascal DUMONTIER**

Professeur à l'Université Pierre-Mendès-France, Grenoble 2, IAE

**Mr. Michel LEVASSEUR**

Professeur à l'Université Lille 2, FFBC

**Mr. Patrick SENTIS**

Professeur à l'Université Montpellier 1, FAG

*L'université n'entend donner aucune approbation, ni improbation aux opinions émises dans cette thèse. Ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.*

# REMERCIEMENTS

Au terme de ce travail de recherche, je tiens à témoigner toute ma gratitude à l'égard des personnes qui m'ont encouragé et soutenu tout au long de ce travail de recherche.

Mes premiers remerciements s'adressent à mon directeur de thèse, Professeur Sébastien DEREPPER et ce, pour son dévouement, son soutien continu et inestimable ainsi que pour ses précieux conseils et recommandations. J'espère qu'il trouve ici le témoignage de ma profonde gratitude et de ma sincère reconnaissance.

J'adresse également ma reconnaissance aux Professeurs Alain CHEVALIER et Pascal DUMONTIER qui ont la gentillesse d'être rapporteurs de ma thèse. Ma reconnaissance s'adresse également aux Professeurs Michel LEVASSEUR et Patrick SENTIS pour l'honneur qu'ils m'ont accordé en acceptant d'être membres de mon jury.

Je tiens également à remercier Professeurs Eric DE BODT, Nihat AKTAS, Armin SCHWIENBACHER, et Helen BOLLAERT pour leurs si précieux conseils. Avoir pu travailler à leurs côtés a été une expérience très enrichissante.

Je souhaite également remercier tous les professeurs et les enseignants de la Faculté de Finance, Banque et Comptabilité de Lille pour les rencontres et les échanges réguliers qui m'ont confirmé dans ma recherche et soutenu jour après jour. Tout d'abord, Laurent FONTOWICZ qui m'a accompagné durant mes deux ans d'enseignement en tant qu'ATER, et Professeur Pascal GRANDIN qui m'a accordé un bureau pour que je puisse y travailler à l'aise et dans la bonne humeur.

Merci en particulier à Sabrina CHIKH, Jean Gabriel COUSIN, Gaël IMAD'EDDINE, et Ludovic VIGNERON. Et parmi mes collègues du laboratoire, je tiens à remercier Farooq AHMAD, Wissal AYADI, Saqib AZIZ, Alex CHENG, Chris CHOEG, Irina DE BRUYNE, Marieke DELANGHE, Alexandre DIGIACOMO, Marion DUPIRE DECLERCK, Asad MASHWANI, Dhoha TRABELSI, et Xia ZHANG.

Ma reconnaissance est très grande à l'égard de ma famille pour leur soutien durant ces années. Mes parents qui m'ont accompagné et ma sœur Imen dont l'encouragement m'a été l'aide la plus précieuse.

# SOMMAIRE

Introduction générale.....	4
CHAPITRE 1. Politiques de dividendes et fusions-acquisitions .....	14
CHAPITRE 2. Politique de dividendes post-fusion et prime de fusion .....	89
CHAPITRE 3. Contenu informationnel de la politique de dividendes de l'acquéreur et mode de paiement de la fusion.....	128
CHAPITRE 4. Caractéristiques et politiques de dividendes des firmes fusionnées & réussite de la fusion.....	165
Conclusion générale .....	199
Bibliographie .....	208
Annexes .....	235
Table des illustrations.....	243
Table des matières .....	247

# INTRODUCTION GÉNÉRALE

« L'accord de fusion entre Exelon et PSEG prévoit que, sous réserve des obligations fiduciaires de son conseil d'administration, Exelon augmente son premier dividende trimestriel versé après l'achèvement de la fusion, et cela afin d'égaliser, sur une base ajustée au rapport d'échange, le dividende reçu par l'actionnaire de PSEG au cours du trimestre immédiatement avant la réalisation de la fusion. Cette augmentation peut atteindre un maximum de 0.47 \$ par action ordinaire d'Exelon qui est mentionné dans cette déclaration conjointe (proxy statement) comme le «montant seuil». Si le premier dividende trimestriel devant être versé par Exelon après l'achèvement de la fusion sera inférieur à la valeur du seuil, PSEG peut verser un dividende spécial en espèces à ses actionnaires qui sera égal au montant de la différence entre le dividende qu'Exelon s'est engagé à payer à l'actionnaire de PSEG et le montant seuil ».

Comme le montre cet extrait tiré du formulaire DEF 14A du *Public Enterprise Group* déposé le 8 Juin 2005, certaines firmes acquéreuses, à l'instar d'*Exelon*, se préoccupent de la différence entre leurs politiques de dividendes et celles des firmes cibles, et s'engagent à ajuster le montant de dividende versé après la fusion au dividende précédemment distribué par la cible, et ceci selon le ratio d'échange de la fusion. En effet, en vertu de l'accord de cette fusion, chaque action ordinaire de *PSEG* est convertie en 1.225 parts d'*Exelon*, et suite à ce rapport d'échange, les actionnaires de *PSEG* détiennent environ 32%, ou 306 millions d'actions d'*Exelon Electric & Gas* et les actionnaires d'*Exelon* détiennent environ 68%, ou 650 millions d'actions. Ce compromis prévoit qu'après la clôture du rapprochement, et après avoir donné effet au rapport d'échange, les actionnaires de *PSEG* recevront des dividendes en espèces, d'*Exelon Electric & Gas*, identiques à ceux qu'ils recevaient de leur position dans *PSEG* avant la fusion.

L'aspect technique présenté dans cet extrait montre que les fusions-acquisitions nécessitent une grande attention sur les politiques de dividendes des firmes impliquées et une maîtrise des procédés d'accord sur la rémunération future des actionnaires des deux firmes afin d'éviter l'échec des négociations et la destruction de valeur après la fusion. Ainsi, les firmes fusionnées doivent préparer leur fusion en mettant éventuellement l'accent sur la politique de dividendes parallèlement aux termes convenus de l'opération. Dans ce document, nous présentons plusieurs dimensions de la prise en compte des politiques de dividendes dans le contexte des fusions-acquisitions américaines. Il s'agit en particulier de vérifier si le fait pour les acquéreurs et les cibles

d'être confrontés à des politiques de dividendes différentes n'est pas en soi un facteur déterminant du processus et des résultats des fusions-acquisitions.

Partant du constat de Fama et French (2001a) sur la baisse du nombre d'entreprises qui paient des dividendes en raison du phénomène d'absorption, entre autres, et des constatations de DeAngelo et al. (2004) sur l'augmentation de l'offre globale de dividendes en dépit de la baisse du nombre global de payeurs, nous avons voulu explorer les politiques de dividendes des firmes impliquées dans des fusions-acquisitions et étudier les éventuels changements à l'issue de ces opérations. La littérature récente sur les politiques de dividendes tente précisément de dégager de nouvelles configurations de cette stratégie de distribution en comparant ses déterminants économiques dans le temps et entre les firmes. C'est dans cette ligne que se situe notre recherche lorsque nous comparons les politiques de dividendes autour des rapprochements et entre les firmes fusionnées.

Parallèlement aux tendances éprouvées par l'activité de distribution de dividendes sur les 25 dernières années, les bilans établis par les cabinets de recherche indiquent que l'activité de fusions-acquisitions est marquée par un taux d'échec élevé. De plus, l'étude d'Andrade et al. (2001) note l'amplification du recours aux actions pour le règlement des rapprochements. Environ 70% des opérations réalisées dans les années '90 sont réglées en majorité par des titres et 58% sont purement financées par les titres. La littérature récente tente ainsi d'identifier les causes d'échec des rapprochements et les implications des fusions par échange de titres par rapport aux autres types de fusion. L'étude que nous présentons ici a pour objectif de préciser le rôle des rapprochements par actions à opposer des politiques de dividendes distinctes, qui serait éventuellement une des raisons de leur échec. Mais avant d'exposer la structure de l'étude, il sera utile d'en rappeler sa genèse pour mieux appréhender la démarche suivie.

A la naissance de notre projet figurait d'abord l'interrogation sur les liens qui peuvent exister entre la décision de verser du dividende et l'opération de fusion-acquisition. En parcourant les études consacrées à la question depuis les années '2000 (Olson et Pagano, 2003 ; Nnadi et Tanna, 2010 ; Jeon et al., 2010 ; Brähler et al., 2011 ; Banchit et al., 2012), nous avons abordé ces rapports en accordant une attention particulière à l'effet de clientèle. Cet effet explique les équilibres partiels existants sur le marché à la suite des ajustements des politiques de dividendes par les firmes afin de satisfaire leurs



types de clientèle. Les fusions-acquisitions peuvent perturber ces équilibres en provoquant des confrontations entre des structures actionnariales à demandes divergentes pour le dividende. Cela peut éventuellement entraîner des réajustements par les firmes combinées dans leurs politiques de dividendes post-fusion afin de parvenir à nouveau à l'état d'équilibre. Ensuite, nous avons poussé ce constat pour aborder d'autres aspects possibles de la politique de dividendes dans le contexte des fusions-acquisitions en s'appuyant sur d'autres théories relatives aux considérations fiscales, comportementales et informationnelles.

D'un point de vue théorique, la politique de dividendes est une décision financière largement étudiée dans la littérature. Elle permet de rémunérer les actionnaires en contrepartie de leur participation dans le capital de l'entreprise. L'une des premières études qui traitent les politiques de dividendes fut adressée par Lintner (1956). Elle dresse un modèle théorique sur le comportement de distribution de dividendes des firmes à partir de la relation entre le bénéfice courant et le taux de distribution actuel. D'un point de vue conceptuel, une question de pertinence de la politique de dividendes émane des travaux de Miller et Modigliani (1961) qui montrent que la politique de dividendes n'a aucun impact sur la valeur de la firme et sur son coût de capital. Cette position sur la neutralité de la politique de dividendes ne fait pas l'unanimité. Black et Sholes (1974) s'appuient sur l'imposition des actionnaires pour proposer l'hypothèse de l'effet de clientèle selon laquelle les investisseurs exonérés d'impôt ou à taux d'imposition marginal ont tendance à préférer les actions à fort rendement en dividende et inversement. Bhattacharya (1979) utilise la théorie du signal pour développer l'idée du contenu informationnel du dividende. Shefrin et Statman (1984) développent un argument comportemental qui explique la demande de dividendes par les investisseurs. Vingt ans plus tard, les travaux de Backer et Wurgler (2004a) donnent un nouvel élan à cet argument en abordant l'idée d'une demande de dividende associée au sentiment de l'investisseur qui varie dans le temps selon le contexte du marché boursier. Backer et Wurgler (2004b) tentent d'expliquer le phénomène de disparition des dividendes par une approche comportementale à partir de la corrélation constatée entre la propension à verser des dividendes et l'existence d'une « prime de dividende » établie par les investisseurs.

Les opérations de fusion-acquisitions recouvrent les différents aspects de la décision de rachat d'une entreprise par une autre dans les domaines de l'investissement financier et

de la croissance externe. Elles permettent d'accroître les profits de l'entreprise à partir de l'existence d'une synergie entre l'acquéreur et la cible (Bradley et al., 1988). D'autres motivations de type stratégique et managérial peuvent justifier ces opérations. Marris (1964) fut le premier à considérer la croissance en tant que motif des fusions-acquisitions. Jensen (1986) souligne que le cash en excès incite le dirigeant à s'engager dans des fusions-acquisitions afin d'augmenter son pouvoir discrétionnaire. Roll (1986) montre que les regroupements de fusions-acquisitions sont influencés par un phénomène d'excès de confiance des managers qui veulent profiter de l'erreur d'évaluation du marché boursier. L'hypothèse de Shleifer et Vishny (2003) suggère que les managers peuvent exploiter l'erreur d'évaluation perçue sur leurs actions pour s'engager dans des opérations de fusions-acquisitions par échange de titres. Le comportement irrationnel des dirigeants justifie souvent le rendement négatif de l'acquéreur et le taux d'échec élevé des fusions. De plus, le comportement du manager de la cible peut être conditionnel au changement de sa richesse personnelle selon l'hypothèse d'agence (Stulz, 1988), ou aux intérêts de ses actionnaires selon l'hypothèse de l'amélioration des prix (Walking et Long, 1984). L'attitude de la cible nuance généralement entre l'opposition et la moindre résistance. Baker et al. (2007) indiquent un comportement de moindre résistance pour désigner l'attitude de la cible manifestant un comportement d'inertie, et trouvent que le rendement de l'acquéreur est plus négatif lorsque le degré d'inertie de la cible est faible.

Dans un premier temps, nous présentons les apports théoriques relatifs à la politique de dividendes et aux fusions-acquisitions. Ensuite, nous rassemblons les deux champs pour tenter d'exposer un cadre théorique commun propice au développement des hypothèses de l'étude. La conjonction des théories sur la décision de verser du dividende et la décision de fusion-acquisition a pour objectif d'expliquer les aspects de la politique de dividendes dans le contexte des opérations de fusion-acquisition. L'hypothèse de la neutralité de la politique de dividendes appliquée dans le champ des fusions-acquisitions réfute éventuellement tout rôle possible de la politique de dividendes dans ce type d'opérations. Néanmoins, les préoccupations fiscales, comportementales et informationnelles des investisseurs dégagent un intérêt de l'étude de la politique de dividendes dans ce contexte. Effectivement, l'effet des clientèles de dividendes des firmes impliquées dans des fusions-acquisitions pourrait être considéré. L'environnement des fusions caractérisé par un degré important d'asymétrie

d'information pourrait susciter l'intérêt de l'apport informationnel des dividendes. La création de valeur dégagée des opérations de rapprochement pourrait également soulever des questions sur la politique de dividendes post-fusion de l'entité combinée. Ce chapitre introductif sera aussi l'occasion de présenter une illustration sur une fusion américaine qui réunit deux firmes ayant des politiques de dividendes différentes. Préalablement à la partie empirique de notre étude, cette démarche peut se révéler utile à la vérification de certaines de nos intuitions à partir de l'observation directe d'un cas réel de fusion.

Dans un deuxième temps, nous étendons le principe de l'effet de clientèle de Black et Scholes (1974) dans le contexte des fusions-acquisitions américaines afin de justifier notre première question de recherche. L'hypothèse consiste à dire que l'effet de clientèle pourrait expliquer un éventuel ajustement post-fusion de la politique de dividendes de l'entité combinée. Black et Scholes (1974) affirment que les entreprises, ayant conscience qu'il existe des clientèles pour chaque niveau de rendement en dividende, seraient prêtes à ajuster leurs politiques de dividendes afin de satisfaire la demande de chaque catégorie d'actionnaires. Nous nous plaçons avant la fusion pour comparer les clientèles des deux firmes fusionnées, et après l'opération afin d'observer comment la rencontre de deux clientèles différentes peut affecter le comportement de paiement de dividendes du groupe combiné. Ensuite, la deuxième question sera de vérifier s'il existe un possible lien de compensation entre la prime de fusion et le dommage subi par l'actionnaire de la cible en termes de dividendes. Notre travail, à ce niveau, repose sur l'effet de compensation « *Countervailing Effect* » de Harrison et al. (2000), et part d'une intuition théorique que dans la mesure où le niveau d'une prime de fusion prend part des termes de partage de valeur entre les parties impliquées, nous pouvons penser que plus le coût d'opportunité en termes de dividendes de l'actionnaire de la cible est important, plus la prime de fusion sera élevée. Harrison et al. (2000) examinent les interrelations entre la stratégie d'acquisition et l'intégration post-fusion. Ils suggèrent un effet d'interaction entre les activités pré-fusion et les activités post-fusion qui explique en partie la performance de l'entité combinée. L'objet de cette partie de notre étude est de vérifier si une relation entre les termes de l'opération et la politique de dividendes post-fusion s'observe dans la réalité des primes payées lors des fusions-acquisitions.

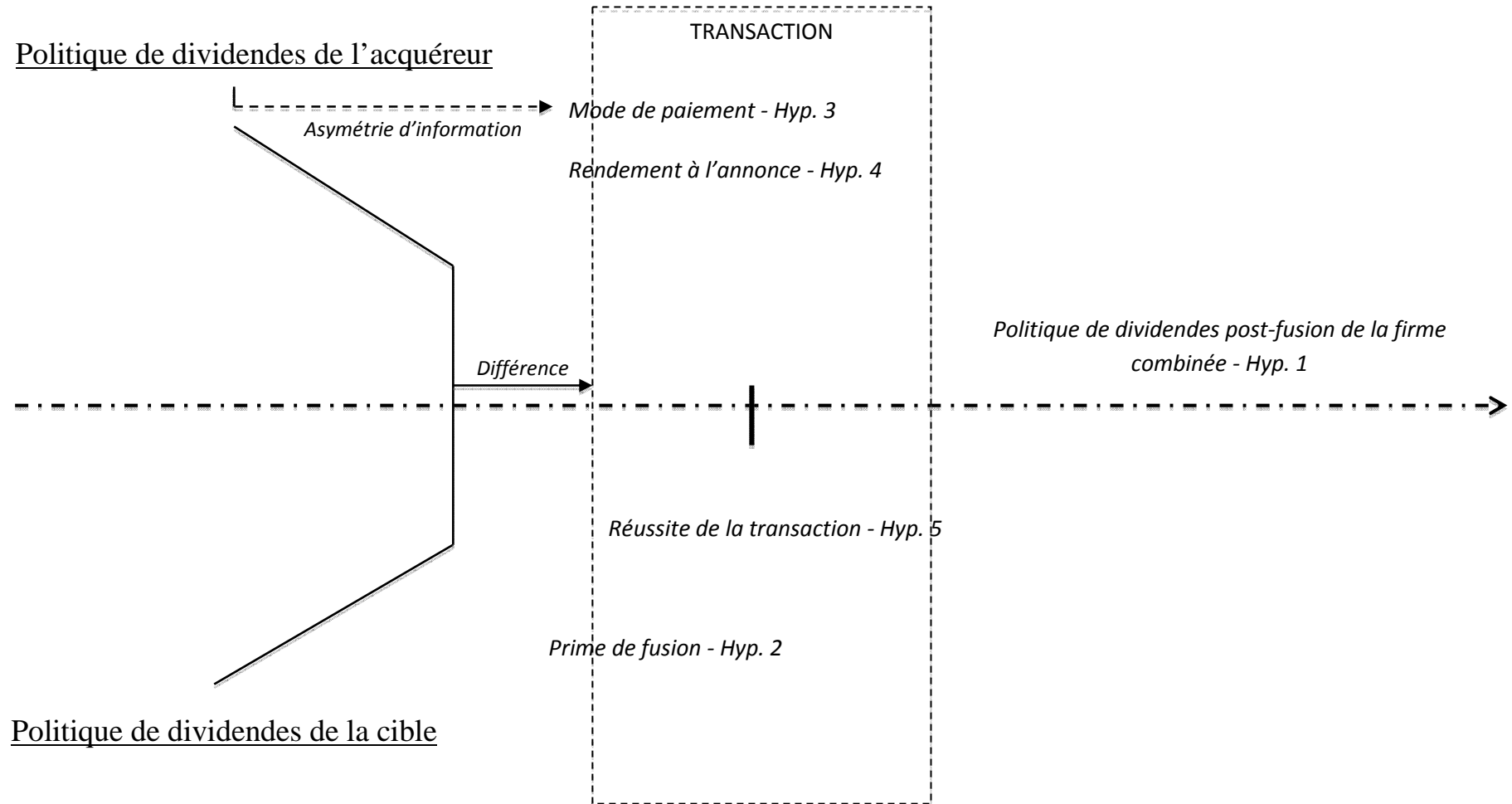
L'exploration de cette piste de réflexion peut nous conduire à aborder d'autres débats théoriques sur les relations pouvant exister entre les politiques de dividendes des firmes fusionnées et les détails des opérations de fusion-acquisition. Ainsi, dans un troisième temps, nous supposons que le contenu informationnel du dividende suggéré par Miller et Rock (1984) pourrait atténuer l'anti-sélection dans le choix du mode de paiement de l'acquisition observé par Myers et Majluf (1984). Miller et Rock (1984) montrent que l'échange d'actions versant un dividende plus élevé conduit en général à des niveaux inférieurs d'incertitude quant à la valeur de l'action. Myers et Majluf (1984) notent que l'acquéreur n'utilise ses actions pour financer la transaction que lorsqu'ils sont surévalués. Ils supposent une asymétrie d'information, qui consiste à la détention de l'acquéreur d'une information privée sur sa propre valeur. Cette situation nécessite des moyens à travers lesquels les investisseurs sur le marché pourraient interpréter la vraie valeur de l'action de l'acquéreur. Le dividende de l'acquéreur offrant ses actions à la cible peut permettre d'atténuer l'incertitude autour de son évaluation de sorte à avoir un effet de rendement positif sur sa valeur marchande autour de l'annonce qui s'ajoute à celui créé par la fusion elle-même. Notre hypothèse sera ainsi de prédire que la politique de dividendes de l'acquéreur peut affecter le choix du mode de paiement de l'acquisition. Ensuite, et à partir de la constatation de Travlos (1987) sur le rendement anormal négatif de l'acquéreur autour de l'annonce des offres en titres pour des cibles cotées, nous pensons que les acquéreurs qui paient des dividendes reçoivent des rendements à l'annonce moins négatifs lors des acquisitions de firmes cotées par échange d'actions, que les acquéreurs qui ne paient pas de dividendes.

Après avoir vérifié l'interaction des politiques de dividendes des firmes fusionnées avec les spécificités du rapprochement ainsi que sur ses activités post-fusion, nous nous sommes positionnés sur une question préliminaire inhérente aux deux premières. En effet, si les politiques de dividendes des firmes fusionnées peuvent affecter le choix des termes de l'acquisition, elles peuvent également influencer le déroulement de l'opération et la probabilité de sa réalisation. En se basant sur l'effet de clientèle de Black et Scholes (1974) et sur la théorie de la moindre résistance de Backer et al. (2007), notre hypothèse consiste à présager un impact négatif de la différence entre les politiques de dividendes des firmes fusionnées sur la probabilité d'aboutissement de la fusion. Baker *et al.* (2007) estiment que l'inertie des investisseurs de la cible favorise les conditions de rapprochement. A partir de là, la divergence entre les clientèles de

dividendes des firmes fusionnées pourrait diminuer l'inertie des actionnaires de la cible et ainsi réduirait la probabilité de réalisation de l'opération. Au préalable à cette question de recherche, nous étendons les travaux de Fama et French (2001a) pour vérifier les caractéristiques des firmes fusionnées qui peuvent déterminer leurs politiques de dividendes, et ceci afin d'apporter une justification à la prise en compte de la politique de dividendes comme facteur de différenciation entre l'acquéreur et la cible pouvant freiner le processus de rapprochement entre elles. La Figure 1 présente un plan schématisant les différents axes à explorer dans notre étude empirique.

D'un point de vue méthodologique, nous employons des procédures communes dans le domaine de la recherche en finance. Les études empiriques se concentrent sur des échantillons d'opérations de fusions-acquisitions américaines réalisées dans les trois dernières décennies. Nous utilisons également la modélisation des comportements de distribution de dividendes des firmes fusionnées en amont et en aval de l'opération pour comprendre les choix effectués au moment du rapprochement et après sa réalisation. Cette modélisation se base sur le calcul de mesures communément reconnues dans l'évaluation des politiques de dividendes des firmes. Par ailleurs, nous nous appuyons également sur le modèle d'ajustement partiel de Lintner (1956), qui prend en compte le bénéfice actuel et le dividende précédent, afin de comparer la qualité d'ajustement du dividende entre les entreprises impliquées. Lintner (1956) suggère que l'histoire du versement du dividende est un déterminant essentiel de la politique de dividendes future. Son modèle est fondé sur des questionnaires réalisés sur 28 équipes de direction d'entreprises américaines. Il montre que les politiques de dividendes des sociétés diffèrent selon la capacité de chacune à s'adapter rapidement à ses bénéfices lorsqu'elle fixe son nouveau taux de distribution cible. Pour chaque question de recherche, nous réalisons une démarche descriptive univariée suivie par des analyses de régressions multivariées sur des données de panel, et des analyses logistiques associant des variables à deux modalités (ex. mode de paiement, comportement de paiement de dividendes, réussite/échec de l'opération) aux différents paramètres relatifs aux caractéristiques des firmes fusionnées ainsi qu'aux détails de l'opération de fusion-acquisition.

**Figure 1.** Plan de l'étude empirique



D'un point de vue pratique, ce document d'adresse aux chercheurs en finance, mais également aux praticiens. Nous essayons de mettre l'accent sur de nouvelles considérations propices à la réussite des rapprochements à savoir l'homogénéité des politiques de dividendes des firmes fusionnées et leur interaction avec les termes de la fusion. Nous évoquons également les moyens susceptibles de rétablir *à posteriori* la disparité entre les politiques de dividendes des parties impliquées, et de rééquilibrer le partage des gains de synergie entre elles dans le but, d'abord, d'assurer le bon déroulement de l'opération, et puis, afin d'instaurer les éléments favorables à sa réussite et à sa création de la valeur. En somme, nous allons orienter nos recherches vers trois points majeurs : d'abord, l'ajustement de la politique de dividendes post-fusion de l'entité combinée et l'effet de compensation de la prime de fusion. En second, l'apport informationnel de la politique de dividendes de l'acquéreur, son impact sur le choix du mode de paiement et son rôle à amortir la réaction négative du marché à l'acquisition par actions de cibles cotées. Et enfin, l'impact de la différence entre les politiques de dividendes des firmes fusionnées sur la probabilité de réalisation de l'acquisition. Ces trois sujets délimitent les champs de notre recherche et apportent une vision globale sur l'objectif de l'étude.

# CHAPITRE 1. POLITIQUES DE DIVIDENDES & FUSIONS-ACQUISITIONS



## Introduction du chapitre

La politique de dividendes de l'entreprise a fait l'objet d'intenses recherches au cours de la seconde moitié du 20<sup>ème</sup> siècle et le début du présent millénaire. Ces recherches tentent d'établir un lien entre la politique de dividendes et d'autres paramètres économiques et financiers relatifs à la valeur de la firme et ses différentes décisions et enjeux financiers. Baker et al. (2002) notent que beaucoup de débats existent sur le rôle de la politique de dividendes dans la prise de décision financière et la détermination de la valeur de l'entreprise. Néanmoins, les chercheurs continuent à être en désaccord quant à ce rôle. L'hypothèse de la non-pertinence de la politique de dividendes, évoqué en premier par Miller et Modigliani (1961), témoigne en faveur d'une politique de dividendes n'ayant pas d'impact sur la valeur de la firme. Cependant, de nombreux chercheurs répondent à cette évidence en présentant des hypothèses concurrentes étant donné que cette approche sur un marché parfait se révèle très éloignée de la réalité. En effet, les marchés ne sont pas efficients et la demande de dividendes par les actionnaires semble être fonction de facteurs fiscaux, comportementaux et informationnels. Nous abordons dans ce chapitre ces différents paramètres.

Outre la modélisation théorique relative à la pertinence de la politique de dividendes, le marché a connu certains bouleversements dans les tendances générales de distribution de dividendes rendant ainsi l'interprétation de la politique de dividendes problématique. Fama et French (2001a) constatent que la proportion des compagnies américaines qui paient des dividendes a fortement diminué au cours des années '80 et '90. DeAngelo et al. (2004) témoignent d'une large baisse dans le nombre de firmes qui versent des dividendes malgré une progression dans l'offre globale de dividendes. D'autres auteurs mettent en évidence un phénomène de réduction des dividendes à travers le monde, et constatent même l'émergence d'autres moyens de distribution de liquidité aux actionnaires tels que les rachats d'actions. Fama et French (2001a) attribuent cette diminution à une multitude de nouvelles introductions en bourse qui fait pencher la population des entreprises cotées vers les caractéristiques des petites entreprises à faible rentabilité et à fortes opportunités de croissance.

A l'instar de la politique de dividendes, les fusions-acquisitions figurent comme l'une des décisions financières les plus importantes pour l'entreprise. Parler de fusions-acquisitions, c'est bien entendu parler de la croissance des entreprises. Pour la plupart

des actionnaires, le rachat d'une entreprise est un investissement créateur de valeur. La valeur dégagée peut, en effet, provenir de différentes sources dont la plus évidente réside dans l'existence de la synergie. D'autres motivations de nature stratégique et managériale peuvent justifier les opérations de rapprochement de manière à observer parfois des regroupements dans le temps et dans les secteurs qui peuvent conduire à des vagues de fusions-acquisitions. L'étude fondamentale de Roll (1986) consacrée à l'hypothèse d'*hubris* sert de base pour comprendre un regroupement d'opérations issu d'un phénomène d'excès de confiance des managers. L'hypothèse comportementale de Shleifer et Vishny (2003) naît du constat que les vagues de fusions sont liées à des valorisations boursières élevées et des managers qui veulent profiter de cette surévaluation. Malgré ces motivations qui justifient l'engouement à l'activité de fusions-acquisitions, de nombreuses recherches ont révélé que seule une fusion-acquisition sur deux crée de la valeur et qu'il existe plusieurs opérations qui échouent à atteindre les leviers de réussite. Ce chapitre sera l'occasion d'exposer les motivations des acquisitions, les vagues qui en découlent ainsi que leur performance et les raisons de leur taux d'échec important.

Une troisième partie de ce chapitre sera dédiée à rassembler les différentes hypothèses émises dans les deux parties précédentes pour tenter d'expliquer les liens éventuels entre la politique de dividendes et les fusions-acquisitions issus de la confrontation des politiques de dividendes des firmes impliquées dans ce type d'investissement. Pour fonder notre revue, nous effectuons également une illustration de fusion pour essayer de vérifier nos intuitions à partir d'un exemple réel. Au total, ce chapitre a pour vocation de définir un cadre théorique général à notre étude. Son objectif est double : d'une part, il s'agit de présenter l'approche théorique des politiques de dividendes et des fusions-acquisitions comme étant deux décisions financières distinctes de l'entreprise (sections 1 et 2), et d'autre part, nous rassemblons les deux décisions dans un contexte commun afin d'en tirer les liens éventuels entre elles ainsi que les effets qui en résultent (section 3). Enfin, nous retraçons la fiche d'un cas de fusion entre *CVS* et *Caremark* qui peut témoigner, préalablement à l'étude empirique, du bien-fondé de nos intuitions.

## **Section 1. Revue de littérature sur la politique de dividendes**

Le dividende est un droit pécuniaire qui représente la part des bénéfices attribuée aux actionnaires. En effet, lorsque l'intégralité des charges a été retirée des produits, il reste le résultat net de l'entreprise qui est la propriété des actionnaires. Lors de l'assemblée générale, ces actionnaires décident de l'affectation du résultat net entre sa distribution aux actionnaires sous forme de dividendes ou sa rétention au sein de l'entreprise afin d'assurer une capacité d'autofinancement plus élevée. Aux Etats-Unis, les dividendes sont versés trimestriellement alors que dans d'autres pays, ils sont habituellement payés sur une base semestrielle ou annuelle. On distingue trois dates importantes dans le processus de versement de dividendes. La première date est le jour de la déclaration du dividende. Ce jour est important puisqu'en annonçant le changement ou le maintien du dividende, la firme véhicule de l'information au marché. La date suivante est le jour ex-dividende, jour à partir duquel l'investisseur a dû acheter l'action pour percevoir le dividende. La dernière date est le jour de paiement du dividende où sont envoyés les fonds aux actionnaires.

Dans la mesure où le versement de dividendes consiste à réduire les fonds propres de l'entreprise, la question se pose de savoir pourquoi l'entreprise verse du dividende. Modigliani et Miller (1961) montrent que dans le cas d'un marché parfait, la valeur de la firme est indépendante du niveau du dividende et la politique de dividendes n'est pas pertinente. Néanmoins, cette approche sur un marché parfait se révèle très éloignée de la réalité. En effet, les marchés ne sont pas parfaits et la demande de dividendes par les actionnaires semble répondre à d'autres préoccupations fondamentales (fiscales, comportementales et informationnelles).

### **1. L'effet de clientèle**

L'effet de clientèle des dividendes suggère que les firmes ont les investisseurs qu'elles méritent à partir du moment où la politique de dividendes d'une firme attire les investisseurs qu'elle séduit. Graham et Dodd (1951) soulignent que certains investisseurs préfèrent un dollar de dividende qu'un dollar de gain en capital.

#### **1.1. Rôle de la fiscalité**

Les dividendes sont généralement imposés sur le revenu tandis que les plus-values sont imposées selon un régime spécial. En présence de la distorsion fiscale, le choix du montant du dividende peut affecter la valeur de la firme. Cela repose sur le fait que lorsque le taux d'imposition sur le revenu est plus élevé que celui des plus-values, le dividende apparaît moins intéressant que le gain en capital. Dans ce cas, l'entreprise a tout intérêt à ne pas verser de dividendes pour ne pas provoquer la vente de ses titres et la baisse de son cours boursier. Inversement, lorsque l'impôt sur le revenu est plus faible que celui sur le gain en capital, l'entreprise tend à payer plus de dividendes.

En général, les dividendes sont taxés plus fortement que les plus-values, et le taux de taxation des dividendes varie, à son tour, d'un investisseur à un autre. Certains investisseurs sont imposés sur leurs dividendes beaucoup plus lourdement que les autres. De là découle la nécessité de faire naître « le dividende sur mesure » que chaque actionnaire souhaite percevoir. En effet, il est parfaitement possible que l'actionnaire compose lui-même son propre dividende. Lorsqu'il est fortement taxé, il est possible de construire son dividende en cédant une partie de son capital. Néanmoins, cette approche peut s'avérer coûteuse, et ne peut pas garantir un revenu régulier à l'actionnaire. Black et Scholes (1974) et Miller et Scholes (1978) proposent l'approche d'une clientèle pour chaque niveau de dividende. Selon leur hypothèse, les entreprises qui ne paient pas de dividendes ou qui paient un faible dividende attirent les investisseurs qui ne préfèrent pas de dividendes. En effet, les investisseurs exonérés d'impôt ou ceux à taux d'imposition marginal ont tendance à préférer les actions à fort rendement en dividende. Ainsi, chaque type de clientèle obtient ce qu'il souhaite, et il est impossible à la firme d'augmenter sa valeur en changeant sa politique de dividendes.

Plusieurs études apportent des preuves théoriques et empiriques à la clientèle de dividendes induite par l'effet d'imposition. Elton et Gruber (1970) constatent que le taux d'imposition est plus élevé (faible) pour les actions à rendement en dividende faible (élevé). Pettit (1977), Litzenberger et Ramaswamy (1980 ; 1982), Eades, Hess et Kim (1984) montrent que pour chaque firme, une clientèle en valant une autre, et qu'il n'y a pas de raison pour modifier sa politique de dividendes. Toute modification à cette politique ne ferait qu'entraîner des coûts de transaction indésirables pour les

investisseurs<sup>1</sup>. Lee, Liu et Roll (2006) étudient l'interaction entre les dividendes et l'imposition en exploitant des données sur le marché de Taiwan qui se caractérise par une imposition nulle sur le gain en capital. Ils obtiennent des résultats cohérents avec l'hypothèse de l'effet de clientèle : les investisseurs soumis à des taux de taxation élevés sur les dividendes ont tendance à détenir des actions générant de faibles dividendes, et à vendre les actions à fort dividende, alors que les investisseurs appartenant à des fourchettes d'imposition inférieure se comportent de la manière opposée. En outre, Lee et al. (2006) constatent qu'après la légalisation des rachats au Taiwan en 2000, les entreprises ayant des concentrations plus élevées d'actionnaires lourdement taxés sont plus enclins à opter pour des programmes de rachat. D'autres études (ex. Michaely, Thaler et Womack, 1995 ; Seida, 2001) analysent les réactions du marché autour d'évènements de distribution de dividendes (initiations, changements et omissions), et confirment l'existence de l'effet de clientèle.

## 1.2. Les équilibres partiels

L'existence d'un effet de clientèle a des implications importantes. Tout d'abord, cela suggère que les firmes auront des difficultés à changer une politique de dividendes existante, et même si cela se justifie totalement. Deuxièmement, l'effet de clientèle fournit un argument en faveur de la non-pertinence de la politique de dividendes en ce qui concerne l'évaluation de la firme. En effet, si les investisseurs s'orientent vers des firmes qui paient des dividendes correspondant à leurs besoins, la valeur de la firme ne devrait pas être influencée par la politique de dividendes. Ainsi, une firme qui ne paie pas ou peu de dividendes ne devrait pas être pénalisée par sa politique étant donné que ses actionnaires ne préfèrent pas de dividendes. Dans le cas contraire, une firme qui verse un dividende élevé ne devrait pas voir sa valeur diminuer dès lors que ses actionnaires préfèrent ce dividende. Cet argument repose sur le fait qu'il y a suffisamment d'investisseurs pour chaque clientèle de dividendes, ce qui permettra aux firmes d'être correctement évaluées quelles que soient leurs politiques de dividendes.

Néanmoins, s'il existe une demande insatisfaite pour un type de clientèle, la firme qui change son dividende pour y répondre peut accroître sa valeur, mais dès que les

---

<sup>1</sup> Parmi les autres études confirmant l'hypothèse de l'effet de clientèle, notons celles de Green et Rydqvist (1999), Graham, Michaely et Roberts (2003), Graham et Kumar (2006), Becker, Ivkovich et Weisbenner (2011), Armstrong et Hoffmeister (2012) aux Etats-Unis, et celles de Schaefer (1982), Adjaoud et Zéghal (1993), Korkeamaki, Liljebloom et Pasternack (2010) dans d'autres pays.

équilibres partiels pour chaque catégorie d'actionnaires sont atteints, il n'y aura plus de gain de valeur possible. Les équilibres partiels sont établis sur le marché à la suite d'ajustements dans la distribution de dividendes par les firmes. Il en découle une stabilité généralement observée dans les politiques de dividendes des firmes. Néanmoins, un ajustement reste toujours possible lorsque les sociétés modifient leurs politiques de dividendes en réponse à des perturbations du marché ou des changements au niveau de la structure et la composition actionnariale. Ainsi, la politique de dividendes semble dépendre d'un ensemble de facteurs dont chacun exerce une certaine influence sur la décision de distribuer des dividendes.

De plus, il faut noter qu'il existe des actionnaires lourdement imposés qui touchent tout de même des dividendes<sup>2</sup>. Cela signifie qu'il existe des considérations autres que la fiscalité qui affecte le choix de l'actionnaire. Miller et Scholes (1981) montrent que les investisseurs peuvent utiliser des techniques afin d'éviter l'impôt sur le dividende<sup>3</sup>. La révision de l'effet de clientèle et le constat des équilibres partiels qui en découle fait intervenir la stratégie de capture du dividende. Suivant cette stratégie, l'investisseur fortement imposé n'a pas besoin de détenir tout le temps l'action qui détache un dividende élevé. Il suffit de l'avoir au moment du détachement. En effet, à l'approche de la date du détachement, l'investisseur imposé vend ses actions à l'investisseur non ou peu imposé. Cependant, cette stratégie reste coûteuse vu les coûts de transaction liés à la vente et au rachat de l'action.

### 1.3. La théorie du catering

Une autre raison qui conduit les firmes à verser ou pas des dividendes est l'existence des biais comportementaux qui affectent le comportement des investisseurs sur le marché. Cet argument est développé initialement par Shefrin et Statman (1984) sur la préférence de l'investisseur pour le dividende en cash. Vingt ans plus tard, les travaux de Baker et Wurgler (2004a) donnent un nouvel élan à ces recherches. Ils révisent l'hypothèse d'efficacité de marché pour inverser la thèse de Modigliani et Miller (1961). En effet, ils se basent sur des raisons psychologiques et institutionnelles qui font que certains investisseurs ont une demande variable dans le temps pour les dividendes.

---

<sup>2</sup> Statman (1985) se réfère aux théories du comportement des individus pour montrer que les investisseurs préfèrent recevoir des dividendes même en présence d'un impôt élevé.

<sup>3</sup> Ce résultat est appuyé par les travaux de Miller et Scholes (1978 ; 1981 ; 1988), Litzenberger et Ramaswamy (1979) et Kalay (1981).

Cette demande est dictée par les prix des actions des payeurs et ceux des non-payeurs. Leur théorie du *catering* fait l'hypothèse que les investisseurs regroupent les firmes en une catégorie de payeurs de dividendes et une autre de non-payeurs. La demande pour chaque catégorie est variable dans le temps et entraînée par les régimes de transition et par le sentiment consenti pour chaque type d'action. Mori (2010) note que les investisseurs sont supposés rechercher des dividendes élevés du moment où le taux marginal d'imposition sur les dividendes est inférieur à celui de la plus-value. Cependant, une imposition plus faible ne signifie pas nécessairement qu'un dividende plus élevé est souhaitable. Ils constatent que les investisseurs ont une préférence pour les dividendes qui est ajustée dans le temps « *time-preference-fitted dividends* » si le taux d'imposition demeure constant. Le modèle de réapprovisionnement des dividendes « *catering model* » montre la dépendance de la probabilité de verser du dividende de ce que Baker et Wurgler (2004a) désignent par la prime de dividende. Selon eux, la prime de dividende, qui est la différence entre le ratio moyen « *market-to-book* » des payeurs de dividendes et celui des non-payeurs, est positivement liée à la forte demande pour les payeurs. Cependant, Baker et Wurgler (2004a) notent que si la demande actuelle pour les payeurs est élevée, ce qui signifie qu'ils sont relativement surévalués, leurs rendements futurs seront par conséquent faibles. Ainsi, la différence des performances futures entre les payeurs et les non-payeurs sera inversement liée à la forte demande actuelle pour les payeurs.

Baker et Wurgler (2004b) suggèrent que la disparition des dividendes n'est que le résultat d'un comportement de pourvoir aux besoins en dividendes des actionnaires. Ils notent que la prime de dividende est reliée à la propension à verser du dividende « *propensity to pay* » documenté par Fama et French (2001). Julio et Ikenberry (2004) étendent l'analyse de Baker et Wurgler (2004b) à des périodes plus récentes. Ils constatent que même si les dividendes commencent à réapparaître, la probabilité d'être un payeur de dividendes est toujours en dessous des niveaux historiques. D'un autre côté, la théorie du *catering* est étendue à d'autres décisions de l'entreprise. Baker, Greenwood et Wurgler (2009) proposent une théorie de *catering* pour les cours des actions selon laquelle les managers déterminent le prix de l'action suivant la demande pour le titre sur le marché, ce qui peut expliquer le prix de l'offre lors d'une introduction en bourse et le choix du moment d'une division d'actions. En outre, Jiang, Kim et Yang (2013) étendent la théorie du *catering* sur le rachat d'actions. Ils trouvent

que la prime de rachat affecte positivement la décision de rachat d'actions prise par la firme. Ces auteurs utilisent également la théorie du *catering* pour tester l'hypothèse de substituabilité entre le dividende et le rachat. Conformément au fait que le manager considère le rachat comme étant substitut au dividende, ils constatent que la prime de dividende est négativement affectée par le choix de paiement de dividendes<sup>4</sup>.

La théorie du *catering* et l'effet de clientèle semblent avoir la même base de départ qui est la réponse à la demande de chaque type de clientèle, ce qui laisse certains praticiens penser qu'il s'agit de la même hypothèse. Cependant, les deux postulats diffèrent sur plusieurs points clés. La théorie de Baker et Wurgler (2004) prend en considération le fait que la demande des investisseurs est déterminée par leur sentiment. Par ailleurs, la différence la plus apparente est que la théorie du *catering* ne tient pas compte du rôle que peuvent jouer les arbitragistes<sup>5</sup> dans l'élimination de la prime de dividende. Black et Scholes (1974) soulignent que les managers agissent souvent d'une telle agressivité que la question de la prime de dividende ne se posera jamais, et donc le changement de la demande de dividendes est faible par rapport à l'aptitude de la firme à ajuster sa politique de dividendes. Selon une enquête réalisée par Albouy et al. (2010) auprès de 75 dirigeants de firmes françaises cotées sur leur comportement en matière de distribution de dividendes, 64% répondent positivement à la question « est-ce que les dirigeants doivent prendre en compte les préférences des actionnaires en matière de politique de dividendes ? », alors que 18% répondent négativement. En outre, la plupart des dirigeants interviewés considèrent que le facteur déterminant des dividendes versés est le niveau des bénéfices futurs. Par conséquent, les dirigeants prêtent attention à la demande des actionnaires et veillent à leur communiquer de l'information sur les perspectives futures de l'entreprise à travers le dividende. A priori, ils ne se demandent pas vraiment pourquoi les actionnaires réclament ou pas des dividendes. Concrètement, ils cherchent à satisfaire leur demande même si celle-ci relève de biais comportementaux, et à la fois leur envoyer des signaux sur l'état de santé futur de la firme.

---

<sup>4</sup> L'effet de substituabilité entre le rachat et le dividende sera traité plus en détail dans le troisième paragraphe de cette section.

<sup>5</sup> L'arbitragiste est le professionnel chargé des opérations d'arbitrage qui consiste à tirer profit des écarts de cours existants à un moment donné entre plusieurs places de cotation.



## 2. Théorie du signal

La théorie du signal procure un cadre théorique à l'hypothèse de la valeur informative du dividende. En effet, la politique de dividendes serait l'un des signaux utilisés par les dirigeants pour inférer les caractéristiques inobservables de la firme. Le point de départ de cette théorie est la reconnaissance d'une certaine asymétrie d'information étant donné que les différents participants du marché ne disposent pas tous de la même information. Les dirigeants et les actionnaires majoritaires sont beaucoup mieux informés que les petits porteurs quant à la performance future de la firme. Il en résulte donc que les investisseurs, conscients de leur désavantage informationnel, tenteront de déduire l'état de la firme en observant les décisions des « *insiders* ». De plus, les actionnaires ne croient pas les managers sur parole, et ils n'accordent qu'une signification réduite aux documents communiqués et aux projets indiqués de manière assez vague. Ainsi, pour être crédible, le manager doit joindre l'acte à la parole et émettre un signal. Ce dernier doit consister en un acte de gestion rendu publique, et il doit être, à la fois, coûteux<sup>6</sup> à l'entreprise de façon à ne pas pouvoir être imité par d'autres entreprises, et pénalisant en cas de manipulation par un faux signal, et cela afin de rendre l'émetteur crédible.

Plusieurs modèles de signalisation par les dividendes sont élaborés, notamment ceux de Bhattacharya (1979), Kalay (1980), John et Williams (1985) et Miller et Rock (1985). Ces modèles tendent à démontrer qu'il est possible d'utiliser la politique de dividendes dans une activité de signalisation efficace. Bhattacharya (1979) présente un type de modèle de signalisation par le dividende qui fait intervenir une structure de coût de signalisation aboutissant à un équilibre au sens de Spence (1973). Il montre que sous les conditions d'une information imparfaite sur la rentabilité de l'entreprise détenue par l'investisseur et d'une imposition plus élevée sur le dividende que sur la plus-value, les dividendes fonctionnent comme un signal sur les flux de trésorerie futurs. Miller et Rock (1985) notent que la décision de l'entreprise en ce qui concerne son dividende actuel révèle en grande partie des informations sur le bénéfice courant. Elle peut donc affecter le cours de l'action même si elle ne signale pas sur le bénéfice futur. John et Williams (1985) identifient un équilibre de signalisation avec des dividendes

---

<sup>6</sup> Bernheim et Wantz (1995) montrent que si les dividendes sont imposés plus sévèrement, alors la réponse du marché à la signalisation par les dividendes doit être supérieure.

imposables lors duquel les dirigeants, détenant plus d'informations privées sur la firme, distribuent plus de dividendes, et obtiennent des prix plus élevés pour leurs actions. A cet équilibre, les actionnaires capturent des gains économiques nets des coûts de signalisation étant donné que les dividendes ont révélé des informations privées qui n'ont pas été transmises par l'audit de l'entreprise.

Aharony et Swary (1980) analysent les effets d'annonce des dividendes versés à différentes dates après la date d'annonce des résultats. Conformément à Pettit (1972), ils trouvent que les annonces de distribution de dividendes en cash transmettent des informations supplémentaires au-delà de celles incluses dans les annonces correspondantes des résultats trimestriels. De leur côté, Asquith et Mullins (1983) et Bajaj et Vijh (1995) détectent des rendements anormaux positifs à des annonces d'initiation de dividendes<sup>7</sup>. L'initiation du dividende et son changement représentent donc des signaux directs émis par le dirigeant qui auront logiquement un impact sur le prix de l'action observé à travers les rendements anormaux de son cours à l'annonce. Michaely et al. (1995) constatent des rendements à l'annonce excédentaires de 3.4% lors des initiations de dividendes tandis que les omissions de dividendes induisent un rendement anormal moyen de -7%. D'après ces auteurs, les rendements associés aux changements de dividendes indiquent que les dividendes transmettent des informations qui n'étaient pas disponibles auparavant sur le marché. Nissim et Ziv (2001) examinent la relation entre les changements de dividendes et la profitabilité future mesurée soit en termes de bénéfices futurs ou en termes de bénéfices futurs anormaux de la firme. En cohérence avec l'hypothèse du « contenu informationnel du dividende », ils trouvent que les changements de dividendes fournissent des informations sur le niveau de la profitabilité dans les années futures. Grullon et al. (2002) observent une réaction positive du marché à l'augmentation de la politique de dividendes. Ils associent ceci à la diminution du risque systématique de la firme. En testant la variation des pondérations des trois facteurs du modèle de Fama et French (1993) autour de l'annonce des changements de dividendes, Grullon et al. (2002) trouvent que le changement de la politique de dividendes transmet des informations sur le risque systématique de la firme, et que l'entreprise qui augmente ses dividendes connaît une baisse significative de son

---

<sup>7</sup> L'initiation de dividendes est la première indication publique de la disposition des managers à distribuer le rendement en excès ou les flux de trésorerie disponibles aux actionnaires au lieu de les investir dans de nouveaux projets.

risque systématique. Kato et al. (2002) appuient l'hypothèse de signalisation en constatant une augmentation significative des flux de trésorerie opérationnels après une augmentation des dividendes. Allen et Michaely (2003) détectent des réponses asymétriques à l'augmentation et à la diminution des dividendes, ce qui explique l'apport informationnel plus concret de la diminution des dividendes étant donné que les réductions sont plus rares et présentent généralement plus d'ampleur. Brav et al. (2005) confirment le fait que les dividendes transmettent de l'information aux investisseurs. Cependant, près de trois quarts des dirigeants interrogés perçoivent une importante asymétrie entre les hausses et les baisses des dividendes. Selon ces auteurs, il n'est pas beaucoup gratifiant d'augmenter les dividendes mais il existe une importante pénalité associée à leur réduction. Lie (2005a) examine le contenu informationnel de la réduction et de l'omission des dividendes par les firmes américaines en comparant leurs performances avec celles des firmes du secteur, et trouve un certain appui au rôle informationnel de la baisse et de l'omission du dividende.

DeAngelo et al. (2008) et Skinner et Soltes (2011) font la distinction entre le concept de signalisation par les dividendes et leur contenu informationnel. Skinner et Soltes (2011) affirment qu'il y a maintenant un accord général que l'idée traditionnelle de signalisation, selon laquelle le manager utilise les dividendes pour signaler les bénéfices futurs, est empiriquement non justifiée. Ils font valoir que les preuves empiriques contre le modèle traditionnel de signalisation ne veut pas dire, cependant, que les dividendes ne sont pas informatifs surtout lorsqu'il y a des doutes sur la crédibilité de l'information financière communiquée par le manager. Ils montrent que les dividendes sont informatifs sur ce qui concerne les perspectives des bénéfices de l'entreprise, mais dans le sens de signaler les changements des bénéfices futurs.

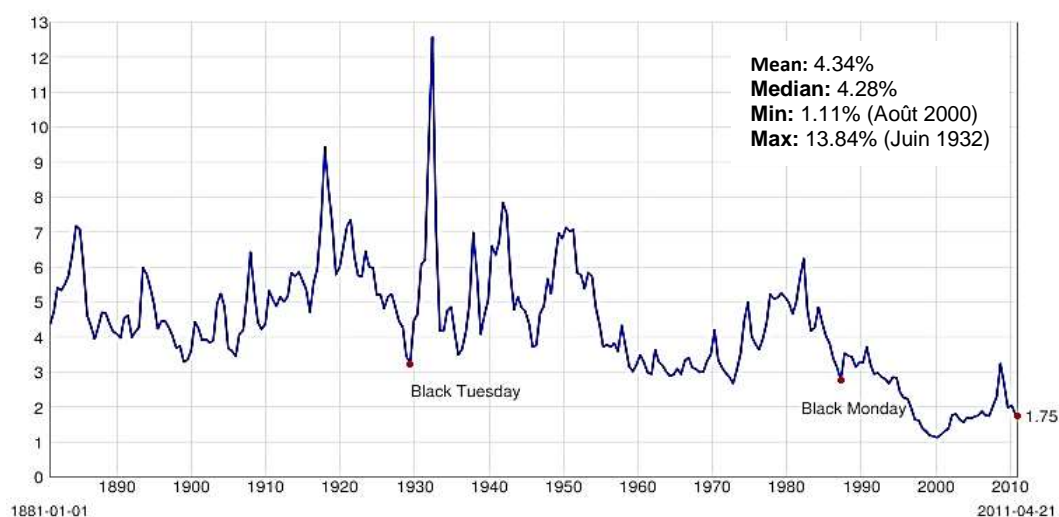
### 3. Disparition des dividendes

Une étude controversée de Fama et French (2001) met en lumière un phénomène de disparition des dividendes. Selon leur analyse, ils identifient une moindre importance des dividendes, et constatent une baisse dans le nombre d'entreprises qui versent des dividendes. Les principales causes identifiées sont la diminution du nombre des sociétés cotées, l'affaiblissement de la propension à payer du dividende et l'émergence des programmes de rachat d'actions. Sur la base de ces considérations, les chercheurs définissent la réduction des dividendes comme un phénomène réel.

### 3.1. Réduction des dividendes

La proportion des firmes américaines cotées qui paient des dividendes a baissé significativement durant les trois dernières décennies. Fama et French (2001) constatent une baisse substantielle de la proportion des entreprises payeuses de dividendes de 67% en 1978 à 21% en 1999. Ils expliquent cette réduction par les changements dans les caractéristiques des entreprises cotées en bourse vers ceux des entreprises qui n'ont jamais payé de dividendes, qui ont des bénéfices faibles ou négatifs et qui ont besoin d'investissement élevé. Par ailleurs, Fama et French (2001) mettent en évidence des différences significatives entre les payeurs, les non-payeurs et les anciens payeurs de dividendes. Au cours de la période 1963-1998, les firmes qui paient des dividendes sont plus rentables<sup>8</sup> (rendement des capitaux propres plus élevé) et plus grandes en termes de taille (total actif plus élevé), connaissent une croissance plus faible, et ont moins d'opportunités d'investissement (ratio valeur de marché/total actif plus faible), que celles qui n'en paient pas ou n'en paient plus. Toutefois, même après la neutralisation de ces caractéristiques, ils observent un déclin significatif de la propension à verser du dividende. La **Figure 2** représente l'évolution des rendements en dividende des firmes S&P500 entre 1881 et 2010. On remarque une tendance baissière sur les dernières décennies. Le rendement en dividende moyen actuel est de l'ordre de 1.75%, largement inférieur au rendement moyen de la période d'étude qui est de 4.34%.

**Figure 2.** Rendement en dividende des firmes S&P500



**Source.** Standard & Poor's and Robert Shiller

<sup>8</sup> La profitabilité, mesurée en termes de rendement des capitaux propres, était de 18% entre 1973 et 1977 pour atteindre 2% entre 1993 et 1999.

DeAngelo et al. (2004) notent que malgré la réduction du nombre de firmes industrielles payeuses de dividendes de 50% (à peu près 1000 firmes) dans les 20-25 dernières années, le montant total de dividendes versés entre 1987 et 2000 augmente de 224.6%. Ils expliquent ce paradoxe par le fait que les compagnies payeuses de dividendes qui ont disparu du marché sont en majorité de petite taille, et que la hausse de dividendes est initiée simultanément par de grandes compagnies. Ces résultats supportent l'idée de l'existence d'une forte concentration de dividendes entre de grandes firmes peu nombreuses. DeAngelo et al. (2004) constatent qu'en 1978, près de 2200 sociétés ont versé 31.3 milliards de dollar, alors qu'en 2000, près de 9000 sociétés ont versé 96.2 milliards de dollar de dividendes, soit 36.4 milliards de dollar corrigés après avoir tenu compte de l'inflation. Ils attribuent cette tendance de concentration de dividendes à une réduction dans le nombre de payeurs de dividendes simultanée à une hausse des dividendes agrégés

L'émergence de divers phénomènes a fait diminuer le nombre de sociétés qui paient des dividendes sur la période 1978-2000. En effet, 57% des entreprises qui ont payé des dividendes en 1978 sont par la suite retirées de la cotation en raison d'avoir été acquises ou fusionnées. De plus, la plupart des entreprises ayant des bénéfices élevés ont versé des dividendes en 2000, alors que près de la moitié des entreprises industrielles ont déclaré des pertes, et seulement quelques-unes de ces entreprises ont versé des dividendes. Dans une autre étude, Eije et Megginson (2008) constatent une augmentation de la concentration des dividendes et des bénéfices dans les pays de l'Union Européenne. Plus précisément, ils trouvent que le plus grand décile des payeurs de dividendes verse 81% du total des dividendes.

Grullon et Michaely (2002) répondent également aux résultats de Fama et French (2001) en indiquant que le paiement total pour les actionnaires n'a pas diminué vu l'intensification des programmes de rachat. Baker et Wurgler (2004b) expliquent les fluctuations dans les décisions de paiement de dividendes par la théorie du *catering* (Voir paragr. 1.3 de cette section). En utilisant la méthodologie de Fama et French (2001), ces auteurs identifient, sur la période 1963-2000, quatre tendances dans l'évolution des dividendes : deux ascendantes et deux descendantes. Ils montrent que ces dividendes ont tendance à disparaître lorsque les cours boursiers montent, et ont tendance à réapparaître après une chute des cours. Hoberg et Prabhala (2009) examinent les politiques de dividendes des firmes cotées sur NYSE, AMEX et NASDAQ entre

1963 et 2004. Ils concluent que 40% du phénomène de réduction des dividendes est expliqué par l'augmentation du risque, et que la disparition des dividendes n'est pas liée à la volonté des entreprises à répondre aux engouements temporaires des investisseurs comme le montre la théorie du *catering*.

D'autres études récentes documentent le phénomène de la réduction des dividendes, comme celles de Berna et Guluzar (2010). Ces auteurs étudient la décision de paiement de dividendes par les firmes cotées sur la place boursière d'Istanbul entre 1991 et 2006. Ils détectent une baisse dans le nombre de payeurs et dans le montant net total de dividendes versés mais réfutent tout phénomène de concentration. Selon eux, les crises financières (crise asiatique, 1997 ; crise russe, 1998, crise bancaire, 2001) jouent un rôle significatif dans le phénomène de la réduction de dividendes du moment où elles affaiblissent la profitabilité des firmes, et donc accroissent leur risque. L'étude de Fatemi et Bildik (2012) effectuée sur 17 106 compagnies de 33 pays entre 1985 et 2006, conclut sans équivoque que les dividendes sont clairement en train de disparaître. Ces auteurs identifient une chute brutale de 87% à 53% dans le niveau global de l'offre de dividendes. Ils avancent comme principal explication le recours croissant aux programmes de rachat d'actions. De plus, ils notent que le système légal du pays (droit jurisprudentiel vs droit civiliste) est un facteur important qui affecte la propension à verser des dividendes dans le pays. En effet, ils montrent que malgré la plus haute proportion de payeurs de dividendes dans les pays du « *civil law* », il existe une baisse significative dans le taux moyen de distribution de dividendes dans ces pays. Fatemi et Bildik (2012) confirment l'existence d'une forte concentration de dividendes entre les payeurs de dividendes qui sont de plus grande taille et ont plus de profitabilité, ce qui s'aligne avec les résultats de DeAngelo et al. (2004).

### 3.2. Substituabilité ou complémentarité des rachats d'actions

En 2003, le premier fabricant d'ordinateurs personnels *DELL Inc* a changé l'affectation de ses flux de trésorerie disponibles de les distribuer sous forme de dividendes aux rachats d'actions. Les dirigeants de *DELL* ont déclaré que 5 milliards de dollar peuvent être utilisés pour racheter des actions et financer leur plan de dédoublement des ventes à 60 milliards de dollar. Depuis 1996, *DELL* a racheté un milliard d'actions à un coût moyen de 12\$ par action.

Plusieurs exemples de firmes tel que celui qu'on vient de citer nous rappellent du dilemme auquel sont confrontés les dirigeants dans le choix entre le dividende et le rachat. Ce choix se fait généralement en réponse à certains objectifs : minimiser l'imposition de l'actionnaire (effet d'imposition), attirer un certain type d'actionnaires (effet de clientèle), envoyer un signal différent au marché et en particulier le signal de stabilité dégagé par le dividende et le signal sur la confiance du dirigeant dans l'avenir dégagé par le rachat au-dessus du cours (effet de signalisation), ajuster la structure du capital en augmentant l'endettement favorisé par le rachat d'actions (effet de « *gearing* »), et assurer une certaine flexibilité financière via le rachat qui, à l'encontre du dividende, peut être interrompu avec un moindre effet sur le cours de l'action.

Aux Etats-Unis, le rachat était conçu comme une alternative au versement de dividendes. Cependant, on remarque de plus en plus ces dernières années une croissance des opérations de rachat parallèlement à celles de paiement de dividendes. Les études montrent l'augmentation du montant total de dividendes versés par les firmes américaines d'environ 7.29% par an sur la période entre 1988 et 1998, avec également la hausse du montant de rachat d'actions sur cette même période de 16.53%. L'augmentation plus importante pour le rachat fait que sa part dans la distribution globale a passé de 32% en 1988 à presque 50% en 1998<sup>9</sup>.

Les chercheurs apportent des preuves empiriques pour révéler qu'au cours des deux dernières décennies, une évolution significative s'est produite dans le comportement de paiement des entreprises américaines suite à l'émergence des programmes de rachat d'actions comme un phénomène économique important dépassant même la part des dividendes dans la distribution globale (Jagannathan et al., 2000 ; Fama et French, 2001; Grullon et Michaely, 2002; Brav et al., 2005; Skinner, 2008). Jagannathan et al. (2000) annoncent que sur la période entre 1985 et 1996, le nombre de programmes de rachat annoncés par les sociétés industrielles américaines a augmenté de 650% (de 115 à 755), et que leurs valeurs correspondantes a augmenté de 750% (de 15.4 milliards de dollar à 113 milliards de dollar). Dans la même période, l'offre globale de dividendes par les firmes industrielles cotées a passé de 67.6 milliards de dollar à 141.7 milliards de dollar. Ainsi, le rachat apparaît clairement comme un moyen de distribution de cash en forte progression. Grullon et Michaely (2002) soulignent que, durant la période 1985-

---

<sup>9</sup> *Source*. FactSet Buyback Quarterly, 2000.

2000, une majorité d'entreprises ont initié des programmes de distribution par des rachats d'actions plutôt que par des dividendes.

Il existe un certain nombre de facteurs susceptibles d'influencer les firmes dans leur choix entre les dividendes et les rachats d'actions. Deux de ces facteurs sont les taxes et les options sur les actions des salariés. Bien que le régime fiscal traite les dividendes et le rachat de la même manière, le rachat est généralement plus avantageux fiscalement sur le plan personnel. Toutefois, il semble peu probable que les impôts expliquent l'augmentation récente de l'activité de rachat étant donné que l'avantage fiscal du rachat a été sensiblement réduit en 1986, l'année qui correspond au début de la vague de rachat. Jolls (1998) et Weisbenner (2000) expliquent l'importance des options sur les actions des salariés dans la décision de racheter des actions plutôt que de verser des dividendes. Ces options peuvent influencer la décision de distribution pour deux raisons. Tout d'abord, ces options créent des incitations pour le rachat d'actions parce que la valeur de l'option diminue lorsque un dividende est détaché de l'action correspondante, mais pas quand la société rachète l'action. Deuxièmement, Weisbenner (2000) souligne que les managers préfèrent utiliser des actions rachetées pour les « *stock-options* » des salariés plutôt que des actions nouvellement émises, afin d'éviter de diluer le bénéfice par action. Jagannathan et al. (2000) montrent que la combinaison de ces raisons induites par l'utilisation des « *stock-options* » forme un facteur important dans la tendance observée de rachat.

Le motif le plus souvent discuté sur le recours au rachat plutôt que le dividende est l'information asymétrique. Vermaelen (1981) et Ikenberry et al. (1995) notent que les cours boursiers augmentent à l'annonce d'un programme de rachat. En outre, Comment et Jarrell (1991) constatent que les rendements anormaux observés autour de l'annonce d'un programme de rachat sont inversement proportionnels à la performance boursière antérieure à l'annonce du rachat. D'un autre côté, Guay et Harford (2000) et Jagannathan et al. (2000) expliquent l'impact de la permanence des cash-flows sur le choix entre le dividende et le rachat. Ils constatent que les dividendes sont utilisés pour verser des flux de trésorerie qui sont susceptibles d'être permanents, tandis que les rachats d'actions sont utilisés pour les flux qui ne sont pas en mesure d'être maintenus. DeAngelo et al. (2000) montrent que les « dividendes spécialement désignés » ont toujours été beaucoup moins récurrents que les dividendes réguliers, ce qui suggère que les entreprises les ont historiquement utilisés pour verser des flux inhabituels plutôt que



des flux récurrents. Ces auteurs constatent que ce type de dividende a été remplacé par des dividendes réguliers bien avant la vague de rachat, ce qui montre que le rachat est enclin de jouer le rôle des dividendes spéciaux comme étant moyen de paiement de flux temporaires. Jagannathan et al. (2000) affirment que la probabilité de recours aux rachats d'actions augmente lorsque l'incertitude sur les cash-flows futurs est élevée. Ainsi, la permanence des flux de trésorerie aussi bien observée que prévue peut affecter le choix entre le dividende et le rachat.

Les différents facteurs de choix entre le rachat et le dividende mettent en évidence le fait que ces deux mécanismes représentent deux formes distinctes de paiement utilisées par les sociétés dans des circonstances différentes. De là découle la complémentarité entre ces deux moyens de distribution de cash-flows. Fama et French (2001) s'aperçoivent que les firmes les plus actives en termes de rachat sont généralement des haut-payeurs de dividendes. Dans une étude de Dereeper et Romon (2006) sur la période entre 1998 et 2001, le pourcentage des sociétés françaises cotées initiant des programmes de rachat passe de 8.9% à 42.1%. Durant cette période, 324 sociétés de l'échantillon ont effectué des rachats d'actions nets des ventes d'une valeur de 37.2 milliards d'euro, alors qu'elles ont distribué 47.8 milliards d'euros de dividendes. Les résultats de cette étude confirment l'hypothèse de complémentarité entre le dividende et le rachat. Dans notre étude, nous considérons que les fusions-acquisitions conditionnent une stabilité dans les flux de trésorerie des firmes, ce qui peut justifier la focalisation sur les dividendes pour l'évaluation des politiques de distribution des firmes fusionnées.

#### 4. Caractéristiques des payeurs de dividendes

La justification de la politique de dividendes par les caractéristiques des sociétés fait partie des sujets les plus controversés de la théorie financière. Aux Etats-Unis, les études se sont multipliées pour étudier les caractéristiques financières des entreprises qui versent des dividendes (DeAngelo et al., 1992 ; Alli et al., 1993 ; Allen et Michaely, 1995 ; Fama et French, 2000 ; 2001 ; Mancinelli et Ozkan, 2006 ; Denis et Osobov, 2008 ; Kim et Gu, 2009). Certaines spécificités pouvant influencer le comportement de paiement de dividendes font l'unanimité alors que d'autres restent discutées. Une grande entreprise a généralement un meilleur accès au marché, et estime qu'il est plus facile de lever des fonds à moindre coût et avec moins de contraintes. Cela suggère que la dépendance à l'égard du financement interne diminue avec la taille de l'entreprise.

Ainsi, les grandes firmes peuvent se permettre de verser plus de dividendes. Fama et French (2001) notent que les payeurs de dividendes sont beaucoup plus grands que les non-payeurs. Ils précisent qu'au cours de la période entre 1993 et 1998, les actifs<sup>10</sup> des payeurs sont, en moyenne, 13 fois supérieurs à ceux des non-payeurs. Holder et al. (1998) indiquent que les grandes firmes sont généralement plus matures et donc plus enclin à verser des dividendes. Dickens et al. (2002) confirment l'effet positif de la taille de la firme sur sa politique de dividendes. Kim et Gu (2009) attestent également de l'importance de la taille de l'entreprise dans la détermination de la politique de dividendes à adopter.

Une association positive entre la profitabilité et la politique de dividendes a été également constatée. Myers et Majluf (1984) suggèrent qu'une profitabilité plus élevée peut entraîner plus de dividendes étant donné qu'une forte rentabilité implique plus de fonds internes disponibles pour la distribution de dividendes. Dickens et al. (2002) montrent qu'une rentabilité importante aide la firme à stabiliser ses cash-flows opérationnels et diminuer la probabilité de détresse, et permet donc de verser des dividendes. Les études empiriques s'accordent sur le fait que l'évolution des dividendes suit l'évolution des bénéfices, et même la dépasse parfois. L'Annexe 1 montre que pour certaines compagnies américaines, le montant du dividende par action dépasse le montant du bénéfice par action. Il est même positif malgré un bénéfice négatif.

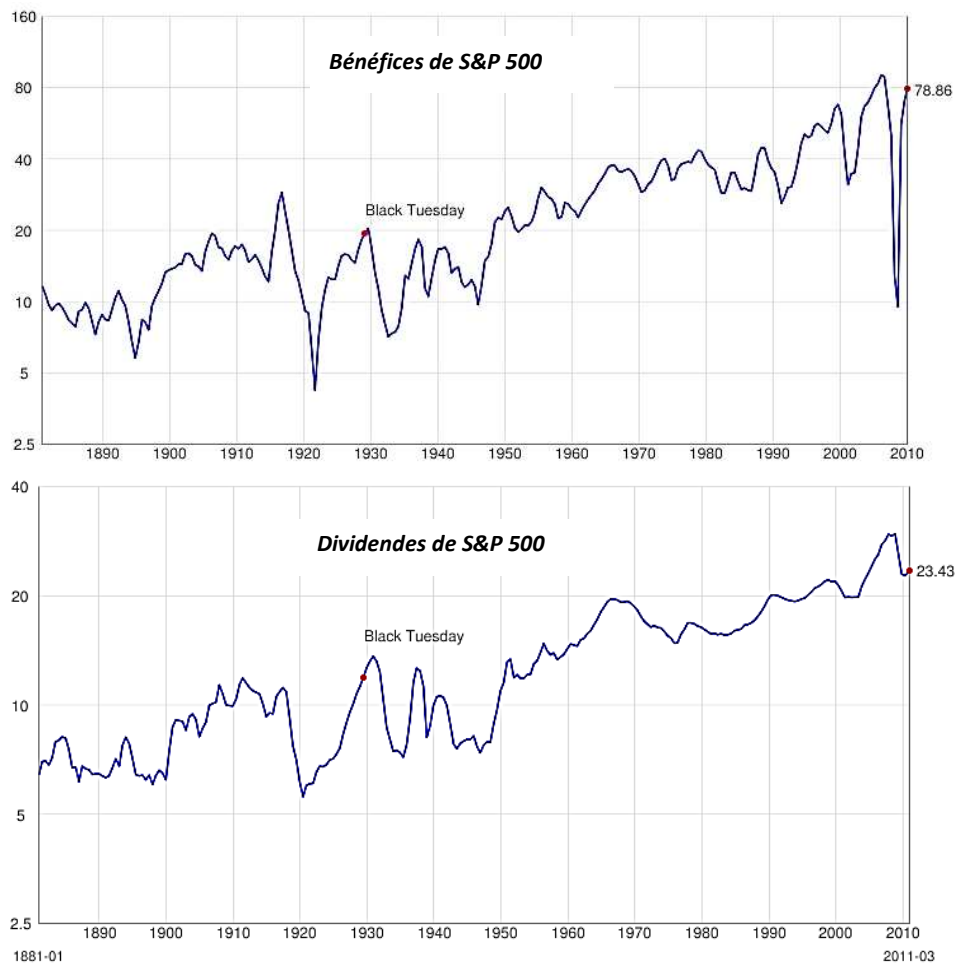
Les bénéfices et les dividendes sont corrélés positivement au fil du temps, ce qui semble être logique puisque les dividendes sont versés à partir des bénéfices dégagés. La Figure 3 justifie cette tendance, et trace une évolution parallèle des profits et des dividendes des firmes américaines appartenant à l'indice S&P500 entre 1881 et 2011, avec une distribution plus lisse que la variation volatile des profits, et une réticence à la baisse des dividendes lorsque les bénéfices diminuent<sup>11</sup> (ex., les chutes de 1923 et 2008 des bénéfices sont enveloppées par une distribution de dividendes moins abaissée).

---

<sup>10</sup> Les études associant la politique de dividendes à la taille de la firme utilisent soit la mesure du total de l'actif (ex. Alli et al., 1993 ; Fama et French, 2001 ; Ooi, 2001 ; Mancinelli et Ozkan, 2006 ; Omran et Pointon, 2004), soit les ventes totales (ex. Barclay et al., 1995 ; Holder et al., 1998 ; Dickens et al., 2002).

<sup>11</sup> Lintner (1956) montre que les baisses de dividendes devraient être relativement rares, et se produisent seulement quand les firmes ont des performances vraiment mauvaises.

**Figure 3.** Evolution parallèle des bénéfices et des dividendes des firmes de l'indice S&P 500



**Source.** Standard & Poor's and Robert Shiller

La liquidité de la firme est un autre facteur qui est supposé être positivement corrélée à la politique de dividendes de la firme. Plusieurs études empiriques témoignent de l'existence d'un taux de distribution plus élevé dans les entreprises détenant une liquidité abondante (Zhang, 2001). Selon Amidu et Abor (2006), une faible liquidité signifie un manque de trésorerie et donc peu ou pas de dividendes. Du moment où les dividendes sont payés en espèces, la position de liquidité de la firme devrait avoir une incidence directe sur sa capacité à verser des dividendes. Holder et al. (1998) trouvent une association positive entre les dividendes et la liquidité, alors qu'Omran et Pointon (2004) ne trouvent pas une relation significative entre les deux.

Dans les études antérieures, les opportunités d'investissement sont supposées être un facteur dissuasif du paiement des dividendes. Les chercheurs (ex. Rozeff, 1982 ; Bajaj

et Vijh, 1990 ; Agrawal et Jayaraman, 1994 ; La Porta et al., 2000 ; Fama et French, 2001 ; Gosh et Sirmans, 2006 ; Kim et Gu, 2009) ont fait valoir que l'entreprise ayant plus d'opportunités d'investissement réduit souvent sa distribution de dividendes afin de conserver la liquidité pour les investissements. De même, la théorie du « *pecking order* » (Myers et Majluf, 1984) suggère que les entreprises dont la valeur marchande est principalement attribuable à ses opportunités d'investissement devraient retenir davantage de revenus afin de réduire au maximum le recours aux capitaux externes coûteux pour financer ses investissements. Les études empiriques (ex. Wang et al., 1993 ; Barclay et al., 1995 ; Ooi, 2001 ; Mancinelli et Ozkan, 2006) confirment l'association négative entre les opportunités d'investissement, mesurées par le ratio « market-to-book », et les dividendes versés. Fama et French (2001) révèlent que les entreprises qui n'ont jamais versé de dividendes ont eu les meilleures opportunités d'investissement. DeAngelo et al. (2006) notent que les dividendes ont tendance à être payés par les entreprises matures parce qu'elles ont moins de possibilités d'investissement attrayantes, tandis que les jeunes entreprises sont confrontés à des opportunités d'investissement relativement abondantes avec des ressources limitées de sorte que la rétention domine la distribution.

Rozeff (1982) démontre que les entreprises avec un effet de levier financier élevé tendent à avoir de faibles taux de distribution de dividendes pour éviter les coûts de transaction associés au financement externe. Mancinelli et Ozkan (2006) supposent que le levier d'endettement exerce une influence négative sur la distribution de dividendes. Selon eux, les firmes fortement endettées devraient s'engager à verser des dividendes plus faibles en raison des coûts de financement externe et du risque de défaut qui sont susceptibles d'être plus élevés. Coculescu (2011) montre que les dividendes sont une fonction croissante de la distance au défaut. Alors que la majorité des études empiriques (ex. Jensen et al., 1992 ; Bradley et al., 1998 ; Chen et Steiner, 1999 ; Ooi, 2001 ; Mancinelli et Ozkan, 2006) trouvent une relation négative entre le niveau d'endettement<sup>12</sup> et les dividendes, Wang et al. (1993) et Ghosh et Sirmans (2006) constatent une association positive entre les deux.

---

<sup>12</sup> Les recherches antérieures utilisent plus couramment le taux d'endettement et le ratio de dettes à long terme par rapport à l'actif total pour mesurer le levier d'endettement dans le contexte de l'analyse de la politique de dividendes.

La stabilité des bénéfices est supposée avoir un impact positif sur la distribution de dividendes. En effet, les entreprises tendent à éviter de s'engager dans des dividendes plus élevés lorsque l'incertitude sur les revenus est importante (Jensen et al., 1992). Amidu et Abor (2006) suggèrent qu'une entreprise avec des revenus stables est plus susceptible de payer un pourcentage plus élevé de ses revenus sous forme de dividendes qu'une société à bénéfices instables étant donné qu'elle est en mesure de prévoir ses résultats futurs. Les conclusions des études empiriques sont unanimes à annoncer une relation négative entre la variabilité des gains<sup>13</sup> et les dividendes versés (Dickens et al., 2002 ; Pruitt et Gitman, 1991).

En résumé, les études sur les déterminants de la politique de dividendes suggèrent que la taille des entreprises, la rentabilité et la liquidité ont un impact positif sur leur capacité à verser des dividendes aux actionnaires, alors que les opportunités d'investissement, la variabilité des bénéfices et le levier d'endettement peuvent affecter négativement la décision de paiement de dividendes. Les résultats empiriques confirment unanimement l'influence positive de la taille et la rentabilité, et l'influence négative de l'endettement et l'instabilité des revenus. Ces mêmes résultats restent non-concluants en ce qui concerne l'impact de la liquidité et l'endettement.

## 5. Mesure de la politique de dividendes

Bien que la définition de la distribution de dividendes soit conceptuellement simple, la mesure de cette variable reste un défi. Boudoukh et al. (2007) témoignent de la complexité de la mesure de la politique de dividendes. En effet, il importe d'évaluer les dividendes ordinaires et récurrents qui peuvent tracer l'allure d'une stratégie bien déterminée, et cela est souvent effectué par le biais de trois mesures. Fama et French (2001a) évaluent les politiques de dividendes des firmes en distinguant entre les payeurs et les non-payeurs. Becker et al. (2011) utilisent la présence ou l'absence des dividendes comme une mesure de base de la politique de dividendes. La deuxième mesure largement utilisée est le rendement en dividende qui rapporte le montant annuel de dividende versé par action au cours de l'année. Il mesure le degré de risque, et aide l'investisseur à évaluer le rendement de son action. La troisième mesure est le ratio de

---

<sup>13</sup> Les études empiriques utilisent souvent l'écart-type du revenu net ou du bénéfice d'exploitation comme mesure de la variabilité des bénéfices lors de l'examen de son impact sur la politique de dividendes.

distribution qui rapporte le montant global de dividendes versés aux bénéfices totaux de la firme<sup>14</sup>. Ce ratio sert à estimer les dividendes futurs et à calculer le ratio de rétention qui aide à anticiper le taux de croissance futur des bénéfices<sup>15</sup>.

Le ratio de distribution suit généralement le cycle de vie de la firme, il part de zéro lorsque la firme est en pleine croissance et prend de l'ampleur progressivement au fur et à mesure que l'entreprise gagne en maturité. Selon Lintner (1956), l'objectif du dirigeant en termes de politique de dividendes est exprimé en ratio de distribution appliqué sur les bénéfices futurs. Il peut se fixer un pourcentage, par exemple 60% des bénéfices, tout en essayant de camoufler les fluctuations des bénéfices afin d'assurer une certaine stabilité du dividende. Lintner (1956) a procédé à une première explication du comportement de paiement de dividendes à travers son modèle d'ajustement partiel. Selon ce modèle, il montre que les dirigeants associent le changement de la politique de dividendes au ratio de distribution antérieur et au niveau des bénéfices actuels, tout en préservant leur réticence à la baisse du dividende et en considérant leur taux de distribution cible à long terme. Lintner (1956) suggère la relation suivante pour la description de l'évolution du dividende d'une firme  $i$  :  $\Delta D_{i,t} = a_i + b_i r_i EPS_{i,t} - b_i D_{i,t-1}$  ; où  $\Delta D_{i,t}$  est la variation du dividende entre  $t-1$  et  $t$ ,  $D_{i,t-1}$  est le dividende versé à  $t-1$ ,  $EPS_{i,t}$  est le bénéfice courant,  $a_i$  est la constante représentative de la résistance à la réduction du dividende,  $r_i$  est le taux de distribution cible de la firme, et  $b_i$  est la vitesse d'ajustement du dividende. Cette formalisation apporte une nouvelle mesure de la politique de dividendes de la firme : la vitesse d'ajustement qui aide à évaluer la qualité d'ajustement du dividende actuel au dividende précédent tout en considérant le changement des bénéfices. Cette mesure révèle la réactivité de la firme face à toute circonstance qui pourrait affecter sa politique de dividendes dans l'objectif de préserver les spécificités de stabilité et de baisse peu fréquente des dividendes. Brav et al. (2005) et Andres et al. (2009) utilisent cet indicateur afin d'évaluer empiriquement l'évolution de la politique de dividendes de la firme. En effet, les mesures telles que le rendement en dividende et le ratio de distribution ne sont pas en mesure d'expliquer le comportement dynamique des firmes par rapport à une politique de dividendes cible. Ainsi, le modèle d'ajustement partiel de Lintner (1956) peut être une bonne référence.

---

<sup>14</sup> Gugler et Yurtoglu (2003) utilisent le ratio de distribution ; Johnson et al. (2006) appliquent le rendement en dividende, et Chen et al. (2005) se réfèrent aux deux mesures.

<sup>15</sup> Ex. La firme caractérisée par un ratio de rétention élevé, c'est à dire un ratio de distribution faible, aura en général, un taux de croissance des bénéfices élevé.

## Section 2. Revue de littérature sur les fusions-acquisitions

Les fusions-acquisitions sont des opérations par lesquelles le contrôle du capital d'une entreprise change de main. Dans le cas d'une fusion, deux firmes décident de fusionner leurs activités, et organisent un contrôle commun des actifs combinés. Dans le cas d'une acquisition, l'une des deux firmes rachète l'autre. Les motifs de ces opérations sont souvent complexes. Il existe trois grands types de motivations permettant de justifier les fusions-acquisitions : les motivations stratégiques, les motivations financières et les motivations managériales. Outre les motifs, les fusions-acquisitions prennent du temps pour se réaliser, et suivent généralement des étapes clés dans leur processus : le choix de la cible, son évaluation et l'intégration.

### 1. Les motivations et le processus des fusions-acquisitions

#### 1.1. Les motivations des fusions-acquisitions

Pour la plupart des investisseurs, le rachat d'une firme est un investissement créateur de valeur à partir de l'existence d'une synergie entre l'acquéreur et la cible (Bradley et al., 1988 ; Lang et al., 1989 ; Maquieira et al., 1998 ; Farrell et Shapiro, 2001 ; Lambrecht, 2004 ; Majumdar et al., 2012). Lors de la fusion *Air France-KLM*, les dirigeants d'*Air France* ont promis aux actionnaires de *KLM*, 600 millions d'euros de synergie. Après le rapprochement, cette synergie promise s'est concrétisée sous forme d'une augmentation des revenus de 180 millions d'euros et d'une réduction des coûts de 420 millions d'euros suite au regroupement des achats et à la bonne gestion des stocks.

Parmi les motifs pouvant justifier une fusion peut figurer aussi l'intégration verticale<sup>16</sup> dans le but de contrôler une ressource indispensable à la production ou afin de maîtriser le réseau de distribution pour ne plus dépendre des facteurs externes (Hart et al., 1990 ; Fan et Goyal, 2006 ; Kedia et al., 2011). De plus, les entreprises sont souvent obligées de recourir à des compétences spécifiques afin de tenir à distance les concurrents (Napier, 2007). Par conséquent, il est parfois judicieux de racheter l'entreprise détenant les compétences souhaitées, telle que la société d'assurance AXA qui a acheté en 2000 une firme non cotée américaine *Sanford Bernstein* pour acquérir une connaissance sur le

---

<sup>16</sup> Selon Mclean et Haigh (1954), l'intégration verticale correspond à une volonté de maîtrise des processus techniques de production, de diversification des risques, de stabilisation des profits, et enfin de recherche d'économie de type managérial.

marché américain et obtenir un portefeuille de clients. Cette technique est répandue dans l'industrie pharmaceutique où les petites entreprises innovantes sont rachetées par des grands groupes voulant acquérir une expertise et une stratégie de recherche et développement. En termes de rivalité, l'absorption d'une firme concurrente détenant plus de compétences peut également réduire le nombre de concurrents sur un marché donné augmentant ainsi la rentabilité de la firme et développant sa part de marché au point de lui permettre de monopoliser l'offre<sup>17</sup>.

Il peut être également rentable pour un investisseur de racheter une entreprise mal-gérée, d'améliorer sa gestion, et puis de la revendre, ce qui lui permet de bénéficier de la hausse de la capitalisation boursière après avoir couvert la prime déboursée initialement (Grossman et Hart, 1980). Une mauvaise organisation de la firme cible peut être conséquente de l'incompétence du dirigeant (Lehn et Zhao, 2008). Cependant, le changement d'un dirigeant incompétent n'est pas indispensable au rachat de la firme puisqu'il suffira que la majorité des actionnaires vote son remplacement. Toutefois, dans certains cas, il s'est avéré plus simple pour un actionnaire insatisfait de vendre ses parts.

Selon une théorie développée par Roll (1986), les opérations de fusions-acquisitions se produisent parfois en raison d'une erreur d'évaluation de la société cible. Roll (1986) met en évidence l'orgueil du dirigeant de l'acquéreur et son arrogance en étant convaincu que son évaluation généreuse de la cible n'est qu'une correction de la sous-évaluation des marchés. Cette théorie de l'*hubris* précise que les managers surpaient involontairement leur acquisition<sup>18</sup>. Conséquemment, il y aura un excès de paiement et donc une perte pour les actionnaires de la firme acquéreuse du fait de la « myopie » de ses dirigeants (Berkovitch et Narayanan, 1993).

Les opérations de fusions-acquisitions peuvent également être motivées par d'autres phénomènes stratégiques et comportementaux. Cependant, leur influence reste toujours fonction des conditions de marché, et de la volonté aussi bien des dirigeants que des actionnaires des firmes impliquées.

---

<sup>17</sup> Pour limiter l'apparition de tels monopoles qui entravent la concurrence, les pays se sont dotés de lois « *antitrust* » limitant le pouvoir de marché (Eckbo, 1985 ; Bittlingmayer et Hazlett, 2000 ; Aktas et al., 2004 ; 2007).

<sup>18</sup> Contrairement à la théorie de l'agence qui suppose que les managers surpaient volontairement la société cible.



## 1.2. Processus des fusions-acquisitions

Il existe généralement quatre étapes primordiales pour acquérir une entreprise cible qui débutent par l'élaboration d'une stratégie selon laquelle va s'effectuer l'acquisition et la détermination des ressources nécessaires pour mettre en place cette stratégie. Ensuite, un choix de la cible se fait dans l'éventualité de son évaluation et l'estimation des primes de contrôle et de synergie. L'étape suivante consiste à déterminer le mode de financement de l'acquisition et son mode de règlement qui vont affecter le choix du traitement comptable de l'opération. Après avoir planifié les termes de la transaction, l'ultime étape est d'assurer le succès du rapprochement et de faire en sorte qu'il crée de la valeur pour les actionnaires de l'entité combinée.

Le processus d'évaluation de la cible consiste à estimer la valeur de l'entreprise en position de statu quo qui fournit une base pour estimer la prime<sup>19</sup>. Cette prime varie également en fonction des cash-flows générés par les actifs de la firme, la croissance estimée de ses flux et son coût de capital. Si un intérêt commun se dégage entre l'acquéreur et la cible, les parties commencent à négocier pour convenir ensemble des principales lignes de montage. Cela aboutit généralement à la rédaction de la lettre d'intention « *letter of intent* ». Cette étape consiste à structurer l'acquisition en fixant le montant à payer pour la cible, et en déterminant à la lumière de son évaluation le mode de règlement compte tenu de la disponibilité du cash et de l'évaluation des actions de l'acquéreur sur le marché. A l'issue de ceci, se fait la décision du traitement comptable de l'opération qui va affecter l'imposition des actionnaires de la cible et la façon d'enregistrer l'acquisition dans les états financiers de l'acquéreur.

L'étape de l'audit de la cible est quasiment indispensable mais non obligatoire en France. L'audit également appelé « *Due Diligence*<sup>20</sup> » permet d'établir un diagnostic approfondi de la cible, et prouver que la réalité correspond bien à ce qui a été présenté lors des premières négociations et de la rédaction de la lettre d'intention. Il est généralement réalisé par un cabinet d'audit mais peut être parfois effectué par d'autres experts (ex. notaires, comptables).

---

<sup>19</sup> La valeur de la cible déterminée par son évaluation représente le prix maximal que l'acquéreur est prêt à payer. Si l'acquéreur paie l'intégralité de ce prix, c'est qu'il a déboursé la prime de synergie et de contrôle.

<sup>20</sup> La due diligence ou diligence raisonnable est l'ensemble des vérifications qu'un éventuel acquéreur va réaliser afin de se faire une idée précise de la situation d'une entreprise cible.

A la fin du processus, on assiste à la signature du contrat définitif appelé « *agreement of purchase* » qui se base généralement sur les éléments négociés dans la lettre d'intention. Notamment, il définit le montage retenu et précise les garanties données par le vendeur.

## 2. Les vagues de fusions-acquisitions

### 2.1. Constat

L'observation que les fusions ont tendance à se regrouper dans le temps et les secteurs peut être l'une des régularités empiriques les plus consensuelles dans la littérature des fusions-acquisitions. Les vagues sectorielles peuvent, en effet, être d'une grande ampleur. En mettant l'accent sur les acquisitions d'au moins 100 millions de dollars, Harford (2005) recense 35 vagues entre 1981 et 2000, avec une moyenne de 34 fusions par vague<sup>21</sup>. Diverses théories sont avancées pour expliquer ce phénomène général. Mitchell et Mulherin (1996) et Jovanovic and Braguinsky (2004) suggèrent que ces vagues ont été entraînées par des chocs sectoriels qui ont déclenché la restructuration et la consolidation des secteurs<sup>22</sup>. D'autres chercheurs suggèrent que les fusions sont potentiellement entraînées par les conflits d'agence (ex. Baumol, 1959, Jensen, 1986 ; 1993 ; Stulz, 1990 ; Duchin et Schmidt, 2013). Shleifer et Vishny (2003) et Rhodes-Kropf et Viswanathan (2004) soulignent que les vagues sont plutôt déclenchées par la surévaluation du marché boursier. Enfin, la quatrième hypothèse qui peut expliquer les vagues de fusions s'appuie sur la théorie du q de Tobin. Jovanovic et Rousseau (2002a) prolonge cette théorie dans le cadre de regroupement de fusions initiées par des sociétés bien gérées ayant un q élevé et désirant accroître leur activité de fusion.

La Figure 4 trace l'évolution historique de l'activité de fusions-acquisitions aux Etats-Unis, mesurée par le nombre total de transactions. Depuis le milieu des années '1890, l'économie américaine a connu cinq vagues de fusions clairement identifiables: début des années '1900, les années '20, les années '60, les années '80 et les années '90. Les données sur la valeur totale des opérations révèlent des tendances semblables (voir Gugler et al., 2003). La première vague du début du 20<sup>ème</sup> siècle a fait apparaître de grands groupes industriels qui, à travers leurs acquisitions, ont essayé d'agrandir leur

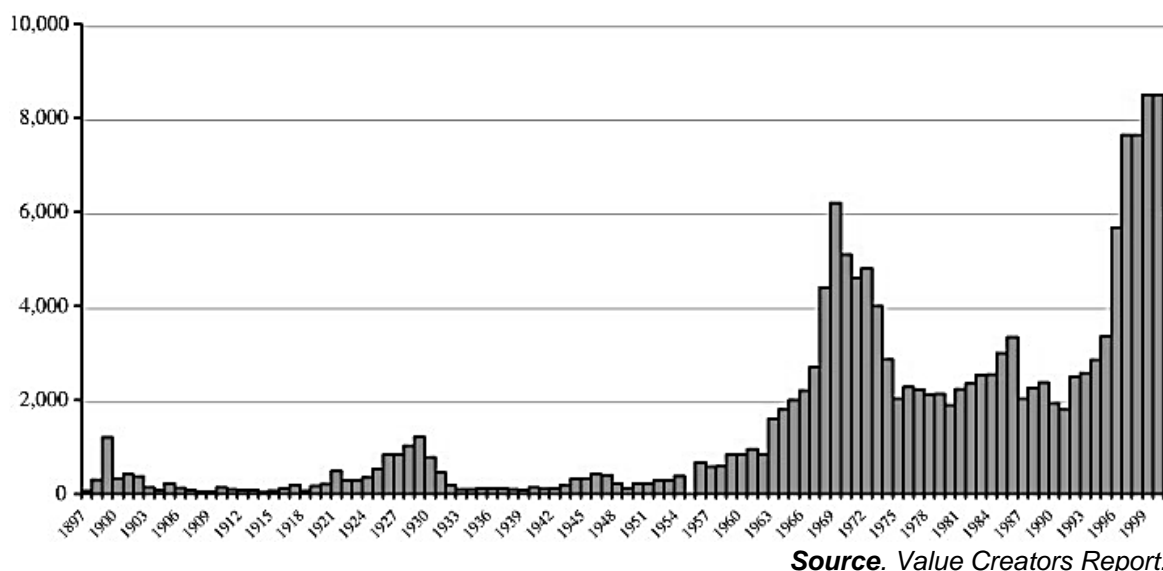
---

<sup>21</sup> Harford (2005) définit comme vagues de fusions celles dans lesquelles le nombre de fusions est supérieur au 95<sup>ème</sup> percentile d'une distribution uniforme de toutes les fusions qui ont eu lieu dans le secteur au cours de dix ans.

<sup>22</sup> Voir également Mulherin et Boone (2000) et Andrade et al. (2001).

part de marché afin de s'emparer des secteurs. Harford (2005) souligne que les vagues de fusions-acquisitions se produisent lorsque plusieurs industries éprouvent simultanément des chocs qui rendent les rapprochements plus rentables. La deuxième vague est illustrée par la tendance haussière des années '1920<sup>23</sup>. Elle s'est constituée à l'origine de la volonté des firmes à étendre leur force sur de nouveaux marchés et à diversifier leur structure actionnariale. La troisième vague s'est passée entre les années '60 et '70 suite à la construction de nouveaux conglomerats par l'acquisition de firmes positionnées sur d'autres secteurs afin de bénéficier de l'effet de diversification et d'exploiter les talents managériaux dans d'autres industries.

**Figure 4. Vagues de fusions aux Etats-Unis depuis 1897**



La quatrième vague<sup>24</sup> des années '80 est constituée par des acquisitions à motif de restructuration. Elles sont, en grande partie, financées par l'endettement et initiées par des firmes faisant elles-mêmes un sujet d'acquisition. Cette vague se caractérise également par l'émergence des OPA hostiles ayant pour but la division des conglomerats du fait de la lourdeur de ses frais de structure. Les années '90 ont connu un grand nombre de fusions stratégiques, réglées souvent par échange d'actions et touchant des firmes à activités similaires. Cette tendance de fusions-acquisitions

<sup>23</sup> Jovanovic et Rousseau (2002b) affirment que les booms des marchés boursiers sont causés par des avancées technologiques majeures : ex. l'invention de l'automobile (1920), le boom de la fin des années 1990 qui est le résultat des innovations en matière de technologies de l'information entraînant des possibilités accrues pour des fusions rentables.

<sup>24</sup> Les études qui portent sur la vague des années 1980 comprennent celles de Ravenscraft (1987), Golbe et White (1988, 1993), Scherer et Ross (1990), Mitchell et Mulherin (1996), Andrade *et al.* (2001), etc.

multiplie le nombre de monopoles et fait apparaître des leaders nationaux dans les secteurs de télécommunications (ex. *AT&T*), aéronautique (ex. *Air France-KLM*), énergie (ex. *Shell*) avant de se ralentir visiblement juste après la bulle internet. Après cette cinquième vague, le nombre d'opérations a diminué. En revanche, le nombre important d'opérations entre 2003 et 2007, laisse certains experts parler d'une sixième vague de fusions-acquisitions. Effectivement, l'année 2008 a signé la fin de cette vague caractérisée par une liquidité abondante et des offres plus rationnelles et prudentes<sup>25</sup>. Tout de même, elle a détruit autant de valeur que sa précédente (Alexandridis, Mavis et Travlos, 2012).

## 2.2. La théorie de la surévaluation du marché

Une des théories qui émergent de la finance est celle du « *market timing* » qui suggère que les managers peuvent exploiter la sous/surévaluation perçue sur leurs actions pour choisir le « *timing* » approprié pour une émission d'actions par exemple. Shleifer et Vishny (2003) élargissent cette idée du « *market timing* » pour suggérer que les entreprises lancent des opérations de fusions-acquisitions par échange de titres lorsque leurs capitaux sont surévalués sur la marché, et particulièrement quand ils sont plus valorisés que les capitaux de la cible. En Septembre 2002, lors de la fusion *AOL-Time Warner*, les actionnaires de l'initiatrice « *AOL* » échangent leurs actions qui valent environ deux fois plus que leur valeur réelle contre les actions de la cible « *Time Warner* » qui connaissent le sort inverse.

La théorie du « *stock market driven acquisition* » de Shleifer et Vishny (2003) atteste que la fusion *AOL-Time Warner* n'est pas un cas isolé, et que la surévaluation peut être un motif incitant les entreprises à faire des acquisitions et à réaliser des gains à long terme. Shleifer et Vishny (2003) notent que l'action est plus susceptible d'être utilisée comme moyen d'échange lors des fusions-acquisitions lorsque l'évaluation globale de l'industrie est plus élevée. Par conséquent, même si le rendement à court terme des firmes combinées s'avère négatif, la fusion peut encore être dans l'intérêt des actionnaires de l'acquéreur à long terme.

Rhodes-Kropf et Viswanathan (2004) suggèrent que les périodes d'activité de fusions-acquisitions sont corrélées avec des valorisations de marché élevées, et que pendant ces

---

<sup>25</sup> Alexandridis et al. (2012) constatent que lors de la sixième vague, les acquéreurs affichent moins d'excès d'optimisme et plus de rationalité dans leurs offres (les primes sont nettement plus faibles).

périodes, les firmes utilisent souvent leurs titres pour régler leurs acquisitions. Par ailleurs, ils montrent que les actionnaires de la cible sont plus susceptibles de rejeter une offre en cash lorsque le marché est surévalué, et son management est plus susceptible de rejeter une offre en titres quand le marché est sous-évalué. Rhodes-Kropf, Robinson et Viswanathan (2005) constatent que le phénomène de surévaluation explique environ 15% de l'activité sectorielle des fusions-acquisitions. Ils concluent que cette théorie, que ce soit fondée sur des explications comportementales ou informationnelles, apporte de meilleures prédictions des opérations de fusions que la théorie du q de Tobin. Ang et Cheng (2006) apportent des preuves empiriques sur le fait que la surévaluation est un motif important justifiant les acquisitions par actions. Ils constatent que les entreprises les plus surévaluées sont plus susceptibles d'acquérir en actions, et que les acquéreurs sont plus surévalués dans les opérations réussies payées en titres. Ils constatent également que la surévaluation des acquéreurs dépasse la prime ajustée à cette surévaluation, et que les actionnaires des acquéreurs en titres, dont la surévaluation est supérieure à la prime ajustée, réalisent des gains importants un jour avant l'annonce jusqu'à 3 ans après la réalisation de la fusion.

Gang Bi et Gregory (2011) montrent, à partir d'un échantillon d'acquisitions réalisées au Royaume-Uni entre 1985 et 2004, que la surévaluation des actions semble jouer un rôle important dans la détermination du mode de paiement des acquisitions. Leurs résultats sont conformes à la théorie du « *stock market driven acquisitions* » plutôt qu'expliquant la théorie du q de Tobin. En effet, Gang Bi et Gregory (2011) rejettent l'hypothèse du q de Tobin en constatant que les acquéreurs à q élevé dans les fusions en actions captent de faibles résultats à long terme par rapport aux acquéreurs à q faible<sup>26</sup>. Dans une autre étude récente sur les déterminants des vagues de fusions, Gugler, Mueller et Weichselbaumer (2012) trouvent que selon la théorie de la surévaluation boursière, les fusions sont motivées par le désir des dirigeants d'échanger les actions

---

<sup>26</sup> La constatation de Gang Bi et Gregory (2011), selon laquelle les acquéreurs sont plus valorisés que les cibles, supporte l'hypothèse de Shleifer et Vishny (2003), mais elle est également compatible avec l'hypothèse de Q. Ils trouvent que la meilleure façon de faire la distinction entre les deux hypothèses est d'examiner les rendements à long terme, puisque Shleifer et Vishny (2003) prévoient que ceux-ci devraient être négatifs pour les acquéreurs par actions, alors que l'hypothèse de Q prédit qu'ils devraient être positifs ou nuls. Ils constatent que les acquéreurs sous-évalués génèrent de faibles rendements à long terme par rapport aux acquéreurs surévalués, tandis que pour les acquéreurs en cash, c'est les acquéreurs surévalués qui réalisent de faible performance. Cela semble être compatible avec l'hypothèse de Shleifer et Vishny (2003). Lorsqu'ils étudient la position des acquéreurs à q élevé, ils trouvent que les acquéreurs à q élevé payant leurs en actions obtiennent de faibles rendements dans le long terme. Cela semble être incompatible avec l'hypothèse de q de Tobin.

surévaluées de leurs sociétés par des actifs réels. En revanche, selon l'hypothèse de la discrétion managériale, ils trouvent que les firmes qui ne sont pas surévaluées peuvent toujours entreprendre des fusions lorsque l'optimisme sur le marché financier est élevé.

Au total, la plupart des études vient en soutien à l'hypothèse de Shleifer et Vishny (2003), mais l'influence de la surévaluation sur les décisions de la firme n'est en revanche pas limitée aux fusions-acquisitions. D'autres études ont fourni des preuves que les décisions de financement, d'investissement (Stein, 1996 ; Daniel et al., 1998), de rachat et d'introduction en bourse peuvent être également liées à la « *misvaluation* » du marché boursier.

### 3. Résultats des fusions-acquisitions

#### 3.1. Performance des fusions-acquisitions

##### 3.1.1. Théories de la création de valeur

De nombreux travaux se concentrent sur l'importance de la création de valeur lors des fusions-acquisitions. Larsson and Finkelstein (1999) considèrent que la réalisation de synergie est la principale source de création de valeur lors d'un rapprochement. Kui et Shu-Cheng (2011) notent que la synergie n'est pas seulement une motivation de la fusion, mais aussi une norme de mesure essentielle de sa réussite. Devos et al. (2009) s'appuie sur la dimension de synergie conjointement à l'accroissement du pouvoir de marché pour identifier les causes de la création de valeur liée à la fusion. Ces travaux empiriques sont généralement basés sur trois théories qui constituent les fondements des études sur la performance des fusions-acquisitions : la théorie de l'efficience des marchés, la théorie du free cash-flow, et la théorie du marché de contrôle.

La théorie de l'efficience des marchés financiers (Fama, 1965 ; Fama et al., 1969) est certainement l'une des théories les plus controversées dans le domaine de la finance. Selon cette théorie, un marché financier est efficient si et seulement si « *compte tenu des informations disponibles, les cours réels représentent, à tout moment, une très bonne estimation des valeurs intrinsèques des actifs cotés sur ce marché* » (Fama, 1965, p.90). Elle constitue le fondement de la méthodologie de l'étude d'évènement qui définit la performance d'une entreprise en termes des changements de sa valeur boursière. Cette méthodologie est souvent utilisée dans les études empiriques pour mesurer la

performance des fusions-acquisitions. Son objet est de déterminer si les prix intègrent rapidement l'information d'annonce du rapprochement, et fournissent par conséquent une évaluation de celle-ci. C'est pourquoi le concept de synergie est associé à cette théorie. Selon Fama (1991), la majorité des études événementielles menées sur données quotidiennes fait ressortir un ajustement rapide des cours des actions à toute information publique<sup>27</sup>. Il conclut alors que le marché est efficient au sens semi-fort. Toutefois, les analyses de Charest (1978), Bernard et Thomas (1990) et Mitchell et Mulherin (1994) montrent que le marché ne réagit pas rapidement à l'annonce, ce qui semble contredire l'efficience au sens semi-fort. Une autre catégorie de l'efficience informationnelle concerne le problème de l'information privée. En effet, une grande partie des études met en avant la détention d'informations privées par les « *insiders* ». De ce fait, les prix ne reflètent pas toute l'information disponible. Néanmoins, pour apporter une conclusion plus tranchée en termes d'efficience, il convient de déterminer si ces investisseurs agissant sur la base de cette information peuvent réaliser des profits anormaux.

La deuxième théorie sur laquelle peut se baser l'étude de la performance des rapprochements est la théorie du free cash-flow. Cette théorie étudie la politique de financement des entreprises et ses impacts sur les prises de contrôle (Jensen, 1986). Ainsi, le recours à l'endettement permettrait de réduire le pouvoir discrétionnaire des dirigeants grâce à la discipline imposée par les engagements de la dette<sup>28</sup> (Jensen, 1989 ; Harris et Raviv, 1990, Stulz, 1990), et contribuerait à la création de valeur actionnariale. Selon cette théorie, les acquisitions financées par les liquidités ou par la dette auraient un rendement supérieur à celui des acquisitions par actions (Yook, 2003). En outre, la théorie avancée par Jensen (1986) postule qu'il existe une source de conflits entre les actionnaires et les dirigeants liée à la présence de free cash-flow abondant dans les firmes à faibles opportunités de croissance. Le risque est celui d'une gestion inefficace de cette ressource, qui prend en particulier la forme d'un surinvestissement ou d'un surpaiement d'une firme acquise, ce qui entraîne une destruction de valeur pour les actionnaires (Shleifer et Vishny, 1997). Le cash en excès incite les dirigeants à accroître la taille de l'entreprise au-delà du niveau optimal afin d'augmenter les ressources sur leur propre contrôle, et ainsi augmenter leur pouvoir discrétionnaire (Mueller, 1969 ; Charreaux, 1997).

---

<sup>27</sup> Les prix semblent s'ajuster en un jour à l'annonce d'un événement.

<sup>28</sup> Hypothèse du contrôle par la dette – *Debt monitoring hypothesis*.

Le dernier fondement théorique susceptible de justifier la création de valeur lors des fusions-acquisitions est la théorie du marché de contrôle. Le marché de contrôle des firmes (Manne, 1965) est gage d'efficacité en termes de gouvernance étant donné que les dirigeants se retrouvent en concurrence sur le marché et leurs entreprises risquent d'être une cible de prise de contrôle si les actionnaires ne sont pas satisfaits des décisions stratégiques prises. De ce fait, les acquisitions contribueraient à l'amélioration de la performance des entreprises du moment où elles permettraient le remplacement de l'équipe dirigeante incompétente (Lehn et Zhao, 2006), et l'absorption des entreprises dont les dirigeants se sont lancés dans des acquisitions destructrices de valeur (Mitchell et Lehn, 1990). Offenberg (2009) montre que le rendement antérieur observé des firmes dans le marché des fusions-acquisitions affecte la probabilité qu'elles deviennent cibles d'acquisition. Il note que les acquéreurs à faible performance sont plus enclin à être absorbés et leurs dirigeants plus susceptibles d'être remerciés.

Les fondements théoriques exposés constituent ceux qui sont principalement mobilisés par les études empiriques sur la performance des fusions-acquisitions. Ces recherches empiriques tendent plutôt à confirmer l'hypothèse de création de valeur, avec des nuances plus au moins affirmées selon les méthodologies de mesure, les facteurs explicatifs de la performance et l'horizon de son évaluation (le court ou le long terme).

### 3.1.2. Les rendements boursiers autour de l'annonce

La plupart des recherches sur la performance financière des fusions-acquisitions a mis l'accent sur les rendements anormaux<sup>29</sup> entourant les dates d'annonce. Pratiquement tous les chercheurs ont rapporté d'importants rendements à la cible, un résultat qui n'est pas surprenant compte tenu des primes importantes généralement versées lors des prises de contrôle, alors que la performance de l'acquéreur est généralement nulle, voire négative. Jensen et Ruback (1983) récapitulent l'ensemble des études effectuées avant 1983 sur la rentabilité anormale autour de l'annonce des fusions-acquisitions. Pour l'essentiel, ils trouvent que le gain boursier combiné et celui de la cible seraient positifs, tandis que celui de l'initiatrice ne serait pas significativement différent de zéro. Ils constatent que les cibles des offres réussies obtiennent des rendements anormaux significativement positifs, et plus élevés lors d'une OPA que dans le cas d'une fusion, tandis que

---

<sup>29</sup> Le rendement anormal de l'action se définit par la différence entre son rendement observé et son rendement normal établi via un modèle simple ou raffiné, selon les besoins.



l'acquéreur n'est gagnant que dans les offres de rachat et son gain étant nul pour les opérations de fusion. Néanmoins, si l'offre est rejetée, tant les cibles que les initiatrices sont perdantes en bourse.

Bradley et al. (1988) évaluent les valeurs anormales cumulées (VAC) résultant de 236 acquisitions américaines entre 1963 et 1984. Le rendement boursier pondéré étant d'environ 7.5% et l'opération étant synergique ( $VAC > 0$ ) dans 75% des cas. Néanmoins, ils constatent que ce sont surtout les cibles qui en bénéficient, avec un rendement anormal d'environ 32% en moyenne contre 1% seulement pour l'acquéreur. Loderer et Martin (1990) étudient 5172 opérations des années 1966-84. Les résultats indiquent, comme dans Bradley et al. (1988), que les initiatrices ne gagnent pas plus de 1%, en moyenne, autour de l'annonce. Eckbo et Thorburn (2000) constatent à partir de 1846 offres canadiennes entre 1964 et 1983, que les rendements anormaux cumulés des cibles sont positifs et élevés, et que la performance des acquéreurs canadiens est mieux que celle des acquéreurs américains. Ils trouvent également que le marché réagit positivement aux offres réglées en actions, alors que d'offres similaires américaines génèrent des réactions plutôt négatives<sup>30</sup>.

Dans une étude récente de Betton et al. (2009), le rendement anormal moyen de la cible autour de l'annonce est positif à la fois sur la période du « *runup* » et celle d'annonce. Le rendement anormal de la cible est plus important pour les offres en cash. Concernant l'entité combinée, Betton et al. (2009) trouvent que le rendement anormal moyen combiné à l'annonce est positif pour 80% des cas, et que le rendement anormal moyen de l'acquéreur (0.73%) est positif dans 51% des cas. Ces résultats confirment ceux des études antérieures, en particulier de Fuller et al. (2002), Moeller et al. (2004 ; 2005). Nous essayons de vérifier également, à partir des études précédentes, si les rendements anormaux de la période d'annonce sont maintenus à plus long terme après l'opération. Avant cela, nous essayons de synthétiser, dans la **Table 1**, les résultats des principales recherches sur les gains boursiers autour des opérations de fusions-acquisitions.

---

<sup>30</sup> Eckbo et Thorburn (2000) constatent que la taille relative de la cible canadienne s'avère relativement importante par rapport à celle de la cible américaine qui est huit fois plus petite. Ils expliquent ainsi la mauvaise performance des acquéreurs américains par un effet de taille.

**Table 1.** Etudes portant sur les rendements anormaux à l'annonce des fusions-acquisitions

<i>Etude</i>	<i>Période de l'échantillon</i>	<i>Taille de l'échantillon</i>	<i>Fenêtre d'évènement</i>	<i>Rendement Acquéreur</i>	<i>Rendement Cible</i>	<i>Remarques</i>
Bradley et al. (1988)	1963-1984	236	(-5, +5)	+0.97% <sup>a</sup>	+31.77% <sup>a</sup>	Les offres de rachat réussies augmentent la valeur combinée de 7.4% en moyenne.
Jarrell et Poulsen (1988)	1963-1986	462	(-20, +10)	+1.29% <sup>a</sup>	+28.99% <sup>a</sup>	Le rendement anormal de l'acquéreur diminue avec l'opposition de la cible et la compétition.
Asquith et al. (1987)	1975-1983	343	(-1, 0)	-0.85% <sup>a</sup>	+18.04% <sup>a</sup>	Rendement de l'acquéreur est de +0.2% pour les opérations en cash, et de -2.4% <sup>a</sup> pour les opérations en actions.
Servaes (1991)	1972-1987	704	(-1, réalisat.)	-1.07% <sup>b</sup>	+23.64% <sup>a</sup>	Les rendements de l'acquéreur et de la cible sont plus importants si la cible a un q de Tobin faible et l'acquéreur a un q de Tobin élevé.
Boone et Mulherin (2000)	1990-1999	281	(-1, +1)	-0.37% <sup>a</sup>	+20.2% <sup>a</sup>	L'effet de richesse des acquisitions est relié à la taille relative de l'opération.
Andrade et al. (2001)	1973-1998	3688	(-1, +1)	-0.70%	+16% <sup>a</sup>	Le rendement anormal combiné pour les opérations qui ne sont pas payées en actions est de 3.6% <sup>b</sup> .
Moeller et al. (2004)	1980-2001	12 023	(-1, +1)	+1.1% <sup>a</sup>	-	Le rendement anormal est plus élevé pour les petits acquéreurs quelle que soit la forme de paiement et le statut de la cible.
Betton et al. (2008)	1980-2005	4803	(-1, +1)	-0.01%	14.61%	Le rendement de l'acquéreur absorbant en cash une cible cotée est largement plus faible que celui de l'acquéreur absorbant en titres une cible non cotée.

a et b indiquent une significativité au seuil de 1% et 5% respectivement.

### 3.1.3. Les rendements boursiers postérieurs à l'annonce

Parallèlement à la recherche sur les rendements à l'annonce, un nombre plus restreint de travaux ont porté sur les rendements à long terme après l'acquisition. Les professionnels accordent souvent peu d'attention aux résultats sur le rendement à long terme de l'acquisition. Toutefois, les résultats rapportés sur les rendements à long terme négatifs après les fusions ne peuvent pas être totalement ignorés. Une étude de Rau et Vermaelen (1998) montre que les acquéreurs génèrent, sur les trois ans qui suivent l'opération, des rendements anormaux négatifs (-4%), tandis que les initiatrices d'OPA obtiennent des rendements positifs (8.85%). Les auteurs expliquent cette différence par l'hypothèse d'extrapolation des performances passées<sup>31</sup>. Une étude antérieure de Loderer et Martin (1992) sur des acquisitions effectuées entre 1966 et 1986, montre qu'il n'y a pas de différence entre les rendements anormaux des OPAs et ceux des fusions, et qu'il n'y a que très peu de performances négatives pour les acquéreurs sur une période de cinq ans après la date d'annonce.

Healy et al. (1992) examinent la performance à long terme des firmes fusionnées à partir de la variation des flux d'exploitation combinés sur les cinq ans qui suivent l'opération<sup>32</sup>. Sur la base d'un échantillon composé des 50 plus grosses transactions réalisées entre 1979 et 1984, les auteurs constatent que les firmes combinées obtiennent des performances supérieures à long terme, grâce à la hausse de la productivité de leurs actifs par rapport à celle du secteur. Ces performances sont plus prononcées pour les rapprochements entre des firmes de secteurs semblables. L'étude de Franks et al. (1991) sur 399 opérations de fusions-acquisitions entre 1975 et 1984, montre que la performance post-fusion sur une période de 36 mois après l'annonce est positive mais non significative. Par ailleurs, la prise en compte du moyen de paiement, de l'opposition à l'offre, de la compétition et de la taille relative des firmes n'affecte pas les résultats. Les auteurs concluent que les études antérieures ayant observé des performances post-fusion négatives pour les acquéreurs sont dues au manque d'un indice de référence approprié. Loderer et Martin (1990) associent les rendements boursiers anormaux négatifs obtenus à l'annonce au destin des acquéreurs les ayant obtenus. L'hypothèse

---

<sup>31</sup> Rau et Vermaelen (1998) soulignent que la sous-performance des fusions n'est toutefois pas uniforme pour toutes les firmes. En effet, les initiatrices de « prestige » seraient la cause de cette mauvaise performance parce qu'elles s'appuient trop, dans leur décision, sur leur performance passée.

<sup>32</sup> Cette mesure doit refléter des bénéfices économiques réels et non des bénéfices attendus comme dans le cas des rendements boursiers.

consiste à dire que l'acquéreur à faible rendement anormal est plus susceptible de devenir à son tour une cible d'acquisition. Leurs résultats sur la période 1978-84 s'alignent avec cette hypothèse. L'étude de Mitchell et Lehn (1990) vient appuyer ces résultats. En effet, le sous-échantillon de la période 1978-84 de l'étude de Loderer et Martin (1990) est celui le plus coïncident avec l'échantillon utilisé par Mitchell et Lehn (1990). La **Table 2** résume les principaux résultats des études concernant les rendements postérieurs aux annonces des fusions-acquisitions.

### 3.2. Réussite des fusions-acquisitions

#### 3.2.1. Comportement de la cible

L'opération de fusion-acquisition présente un processus de médiation entre deux unités indépendantes. Elle peut être amicale en cas d'accord entre les directions des deux entreprises, ou hostile lorsqu'il s'agit d'une proposition unilatérale. L'offre hostile est souvent menée par l'acquéreur pour sauver son offre non-sollicitée par la cible. Plusieurs raisons peuvent expliquer l'opposition de la cible. Notamment, la cible pense parfois que le prix proposé est trop faible, et qu'il est possible d'avoir des surenchérisseurs, ou bien que les actions de l'acquéreur sont surévaluées. Walking et Long (1984) soulignent que, selon l'hypothèse de l'amélioration de la richesse des actionnaires (*shareholder welfare hypothesis*), le management de la cible qui s'oppose à l'offre de rachat défend les intérêts de ses actionnaires en prétendant que le prix offert est insuffisant. Les tests empiriques révèlent que la prime d'offre pondérée au prix de marché de la cible est clairement plus faible pour un échantillon d'offres contestées que pour des offres acceptées. Dodd (1980) montre que les actionnaires de la cible lors des offres non-contestées captent 34% de rendements anormaux cumulés, alors que ceux de la cible dont le management s'oppose à l'opération gagnent seulement 11%.

**Table 2.** Etudes portant sur les rendements postérieurs des fusions-acquisitions

<i>Etude</i>	<i>Période de l'échantillon</i>	<i>Taille de l'échantillon</i>	<i>Période (mois après l'opération)</i>	<i>Technique</i>	<i>Rendement Acquéreur</i>	<i>Remarques</i>
Langetieg (1978)	1929-1969	149	1-70	CAR	-	Le rendement anormal est largement négatif, mais statistiquement non-significatif.
Malatesta (1983)	1969-1974	256	1-6 7-12	CAR	-5.4% -2.2%	L'effet valeur à long terme du groupement est significativement négatif pour l'acquéreur. Pour la cible, cet effet est négatif mais non-significatif.
Franks et Harris (1989)	1960-1985	1048	1-24	CAR	-12.6% <sup>a</sup>	Il n'existe pas de lien entre la performance post-groupement et la taille des firmes groupées.
Agrawal et al. (1992)	1955-1987	1164	25-36	CAR	-7.38% <sup>a</sup>	Les actionnaires de l'acquéreur subissent une perte d'à peu près 10% sur les 5 ans qui suivent l'opération
Loughran et Vijh (1997)	1970-1989	947	1-60	BHAR	-15.9% <sup>a</sup>	Le rendement anormal des fusions est négatif et significatif. Pour les opérations de rachat, il est non-significatif.
Rau et Vermaelen (1998)	1980-1991	3139	1-36	CAR	-4% <sup>a</sup> +8.56% <sup>a</sup>	Le rendement est négatif pour les fusions, et positif et significatif pour les opérations de rachat.
Mitchell et Stafford (2000)	1961-1993	2767	1-36	BHAR	-	Le rendement anormal à long terme sur les 36 mois après la fusion est non-significatif.
Agrawal et al. (2012)	1993-2002	1300	1-36	BHAR	-0.54% <sup>a</sup>	Les rendements anormaux à long terme des acquéreurs canadiens sont non-significatifs. La performance postérieure dépend des caractéristiques du marché et des choix méthodologiques.

a indique une significativité au seuil de 1%.

Les résultats de l'étude de Walking et Long (1984) montrent que la décision de la résistance de la cible est conditionnelle au changement de la richesse personnelle des dirigeants. Ils associent ainsi l'opposition à l'offre à la compensation du management de la cible, mais ils trouvent que la variation de la taille de la prime est insignifiante entre les offres contestées et les offres non-contestées<sup>33</sup>.

Baron (1983), Stulz (1988), et Schwert (2000) suggèrent que la résistance de la cible explique deux raisons différentes. Sous une hypothèse d'amélioration des prix, la résistance de la cible est une étape tactique pour améliorer le bien-être des actionnaires de la cible (*price improvement hypothesis*<sup>34</sup>) par le biais soit de la contrainte d'une offre plus élevée ou par des offres permettant une plus grande création de valeur pour la cible. Sous une hypothèse d'agence (*managerial entrenchment hypothesis*), la résistance de la cible est le produit de la volonté de la direction de la cible à maintenir son poste et à garantir d'autres bénéfices privés. Bates et Becher (2012) trouvent un soutien pour le « *price improvement hypothesis* », et ils constatent que la probabilité de résister à une offre initiale est une fonction croissante de la prime de fusion. Carlin et al. (2011) constatent que la richesse des actionnaires est négativement affectée par la résistance de la cible sous l'angle du « *managerial entrenchment hypothesis* », et que les dirigeants de la cible sont plus enclins à être disciplinés à l'issue d'une résistance à but d'enracinement. Bates et al. (2008) montrent que la résistance de la cible sous la première hypothèse (*price improvement hypothesis*) peut conduire à une amélioration de la répartition de la richesse en faveur des actionnaires de la cible<sup>35</sup>. La résistance de la cible est souvent associée à la notion d'hostilité de l'offre et au pouvoir de négociation des parties impliquées. Betton et Eckbo (2000) constatent que la création de valeur pour la cible lors d'une offre révisée après une offre initiale hostile est moins importante que lorsque l'offre initiale n'est pas hostile. Schwert (2000) note que la probabilité d'observer une résistance de la cible n'est pas liée à la compétence de son management, mais plutôt à son pouvoir de négociation.

---

<sup>33</sup> Bates et Becher (2011), Fich et al. (2010) et Hartzell et al. (2004) trouvent que les incitations du management de la cible pour l'acquisition sont négativement corrélées avec la prime de fusion dans les opérations achevées.

<sup>34</sup> Cette hypothèse est également désignée par « *shareholder welfare hypothesis* » dans les travaux de Walking et Long (1984).

<sup>35</sup> Bebchuk (1982) souligne que la résistance peut être socialement souhaitable si elle favorise la redistribution efficace des actifs de la cible dans l'intérêt des actionnaires.

Outre le comportement de résistance, les responsables de la cible peuvent adopter un comportement d'inertie, qu'à l'instar de l'opposition, est suscité par divers facteurs qui laissent les actionnaires de la cible « neutres » ou au moins adhérents aux termes du rapprochement. Madrian et Shea (2001) et Choi et al. (2006) démontrent à quel point l'effet de défaut peut être important dans le contexte des décisions financières. Baker et al. (2007) indiquent un comportement de moindre résistance « *path of least resistance* » pour désigner l'attitude des investisseurs manifestant un comportement d'inertie. Selon eux, si toutes les fusions sont annoncées et effectuées instantanément<sup>36</sup>, il sera plus simple de mesurer l'inertie des investisseurs de la cible. Ce modèle considère les fusions dans lesquelles les investisseurs de la cible ne détiennent pas une position initiale dans l'entreprise acquéreuse. A partir des préférences révélées, les investisseurs de la cible n'accordent pas une valeur particulièrement élevée à l'acquéreur. Si les actionnaires de la cible étaient tous « bien éveillés », Baker *et al.* (2007) estiment qu'ils vont vendre leurs titres immédiatement après l'annonce et la réalisation simultanée de l'opération. En revanche, si les investisseurs de la cible « dormaient », ils estiment qu'ils ne vont rien faire. Ainsi, ils en déduisent que la mesure naturelle de l'inertie sera la fraction des investisseurs de la cible qui ne font rien. L'étude de Baker *et al.* (2007) montre que cette sorte d'inertie est une dimension omniprésente dans le comportement des investisseurs. En effet, les personnes physiques acceptent la valeur par défaut à peu près 80 % du temps, et les institutions l'acceptent un tiers du temps. Conformément à la théorie d'inertie, Baker *et al.* (2007) trouvent que les rendements à l'annonce de l'acquéreur sont plus négatifs lorsque le degré d'inertie est faible. Leur conclusion est que lorsque les firmes font face à des courbes descendantes de demande de leurs titres sur le marché, l'inertie rend la fusion par échange de titres un moyen de croissance plus rentable. Il existe d'autres aspects de l'attitude de la cible face à une proposition de rapprochement. La disposition de la cible à se vendre, peut être crucial dans l'estimation du degré de sa résistance, et donc de la probabilité d'aboutissement de l'opération. De Bodt *et al.* (2012) désignent cette volonté par le « *willingness to sell* », et testent si elle pourra affecter la probabilité de réussite de l'opération ainsi que la valeur de la prime. En somme, le comportement de la cible face à une offre de rachat est la résultante de

---

<sup>36</sup> Baker et al. (2007) supposent, dans leur raisonnement sur le comportement des actionnaires de la cible en réponse à une offre de rachat, que l'annonce et la réalisation de l'opération de fusion-acquisition sont effectuées à la même date.

plusieurs paramètres dont la combinaison trace une tendance d'opposition ou d'approbation, et qui sera également déterminant de la création de valeur pour la cible.

### 3.2.2. Réussite vs échec

La plupart des études analysant l'issue des opérations de fusions-acquisitions notent que plusieurs transactions échouent<sup>37</sup>, et que leurs bilans dévient largement des attentes des actionnaires en termes d'efficience et de synergie. Historiquement, environ la moitié des opérations de fusions-acquisitions se sont avérées infructueuses (Weber et al., 1996 ; Covin et al., 1997 ; Stanwick et Stanwick, 2001 ; Kaplan, 2002 ; Schneider, 2003).

Le cabinet de conseil McKinsey et Co trouve que presque la moitié des 58 programmes d'acquisitions étudiés entre 1972 et 1983 échoue sur le critère de rentabilité (le rendement n'excède pas le coût du capital), et sur le critère de concurrence (l'acquisition n'épaula pas l'acquéreur à devancer ses concurrents). Dans une autre étude sur 115 fusions dans les années 1990, il trouve que 60% des opérations dégagent une rentabilité inférieure au coût de capital et que seulement 23% ont des rendements positifs. Le cabinet d'audit KPMG (1999), qui mesure la création de valeur combinée un an après l'opération par rapport à la performance des firmes du secteur, montre que seulement 17% des 700 plus grandes opérations réussissent à créer de la valeur. Kole et Lehn (2000) examinent l'industrie du transport aérien aux États-Unis. Ils concluent que bien que les deux sociétés fusionnées<sup>38</sup> aient des tailles comparables et reçoivent au préalable un examen favorable par les analystes du marché, celles-ci subissent à la fin des pertes énormes et sont classées parmi les moins rentables dans l'industrie. Kaplan et al. (2000) examinent deux firmes de deux fusions<sup>39</sup> différentes aux États-Unis, ayant reçu de différentes réactions de marché après les annonces. Ils constatent que malgré la différence dans la réaction du marché, aucune de ces entreprises ne crée de la valeur actionnariale à long terme.

---

<sup>37</sup> L'échec ou la réussite dans ce contexte est évaluée en termes de rentabilité et de performance post-fusion de l'entité fusionnée, et non pas en fonction de l'accomplissement ou l'annulation de l'opération de rapprochement.

<sup>38</sup> En Novembre 1987, « US Air Group » a acquis « Piedmont Aviation » pour 1,6 milliard de dollars dans une offre de rachat en cash. L'acquisition a transformé USAir d'une compagnie aérienne régionale à une grande compagnie aérienne nationale. Suite à l'intégration des deux transporteurs, le nouveau USAir a subi des pertes d'exploitation considérables. Elle a enduré une réduction importante de son cours boursier et elle est devenue proche de la faillite.

<sup>39</sup> L'acquisition de « Cameron Iron Works » en 1989 par « Cooper Industries », et celle de « Florida Tile » (Sikes Corporation) en 1990 par « Permark ». Ces acquisitions ont été choisies par Kaplan et al. (2000) étant donné que les réponses du marché à leurs annonces ont été très différentes.



Certaines firmes ont fait preuve de réussite à travers leurs fusions. En effet, les firmes qui ont connu l'échec juste après la fusion ont pu accroître leur valeur à long terme et générer l'apport de la fusion en termes d'efficacité et de synergie quelques années plus tard. Lichtenberg (1992) annonce des preuves d'amélioration de productivité pour un échantillon de fusions dans les années '70. Les études qui se concentrent sur la performance des actions des acquéreurs à long terme trouvent également des résultats mitigés: des rendements anormaux post-fusion négatifs (Agrawal et al., 1992), des rendements nuls (Franks et al., 1991), et négatifs uniquement pour les opérations payées en actions (Mitchell et Stafford, 2000). D'autres études examinent un certain nombre de déterminants d'une variation transversale des rendements liés aux acquisitions (ex. Lang et al., 1991; Servaes, 1991 ; Maloney et al., 1993).

La question des indicateurs de réussite ou d'échec est à la fois cruciale et problématique. La plupart des études se fondent sur des indicateurs boursiers, ce qui est en cohérence avec l'importance accordée aujourd'hui en management à la valeur créée pour l'actionnaire. Ce critère mérite cependant d'être complété par des facteurs plus qualitatifs, s'inscrivant dans le long terme et prenant en compte des dimensions stratégiques et pas seulement financières. Néanmoins, la plupart des études américaines sur la performance à long terme concluent que les acquéreurs connaissent des rendements anormaux négatifs sur une période de 1 à 3 ans après la fusion (voir paragr. 1 de cette même section). Dans ce cadre, il importe de bien préciser les causes d'échec des rapprochements ainsi que les conditions favorables à leur réussite pour que les parties impliquées puissent saisir au préalable les opportunités de création de valeur.

### 3.2.3. Raisons d'échec des fusions-acquisitions

Les fusions-acquisitions continuent d'être une stratégie de croissance éminente pour les entreprises à travers le monde, et cela malgré leurs piètres résultats. Il est donc opportun d'identifier les principales raisons d'échec des acquisitions ainsi que leurs clés de succès. Gadiesh et Ormiston (2002) présentent une analyse approfondie des causes d'échec des fusions-acquisitions, à savoir les faibles justifications stratégiques, l'incompatibilité des cultures, les difficultés à communiquer et à diriger l'organisation, la mauvaise planification et exécution de l'intégration, ainsi que le fait de payer trop cher la société cible. Soubeniotis et al. (2006) soulignent les facteurs qui peuvent survenir dans la détermination du résultat final des fusions-acquisitions. Ces déterminants tels

que la culture, la philosophie de l'entreprise et les éventuelles faiblesses internes doivent être traités avec rigueur. Ceci est cohérent avec les travaux de Schleifer et Vishny (1989) qui montrent que les fusions-acquisitions nécessitent une réflexion particulière quant à la gestion des flux humains et sociaux des entités impliquées.

L'étude réalisée par le cabinet *Mercer Management Consulting* analyse en profondeur plusieurs opérations de fusions-acquisitions. Elle souligne que l'une des raisons majeures expliquant l'échec ou le succès des rapprochements réside dans la mise en œuvre et la gestion du processus préalable à l'acquisition et le processus d'intégration. En réalité, pour que la fusion aboutisse à la réussite et à la génération de gains significatifs, les entreprises doivent convenablement la planifier, et cela en évaluant la synergie au moment de l'acquisition et sa capacité à faire générer du cash susceptible de rémunérer les actionnaires des firmes combinées. En plus de la planification, les parties impliquées dans la fusion doivent endosser la responsabilité après l'acquisition, et rétablir le rapprochement afin que les promesses faites par le passé se réalisent. La prise de responsabilité concerne les dirigeants et également les banques d'investissement qui interviennent lors de la transaction. Ils sont tenus à engager leur responsabilité en cas d'échec et travailler suivant la planification établie afin de tracer un schéma de succès et une perspective de croissance post-fusion (Kole et Lehn, 2000).

Balmer et Dinnie (1999) identifient un certain nombre de raisons d'échec des fusions. Ils constatent qu'il y a une très grande vigilance à court terme sur les questions financières et juridiques, au détriment de la gestion stratégique de l'entreprise combinée. Cette négligence inclut l'échec de clarifier les questions de leadership et un manque général de communication avec les intervenants clés au cours du processus de fusion. Gadiesh et Ormiston (2002) notent que l'absence d'une justification stratégique claire est le problème le plus important à surmonter étant donné que ce motif va guider aussi bien l'attitude préalable à la fusion et le comportement post-fusion. Lynch et Lind (2002) énumèrent d'autres raisons pour l'échec des fusions-acquisitions telles que l'effet de la lente intégration post-fusion et le manque de stratégie de coordination. Compte tenu de l'importance d'harmoniser la politique post-fusion de l'acquéreur avec le contexte du rapprochement, il est crucial d'utiliser un outil efficace pour s'assurer qu'il y aura un alignement entre les politiques combinées. La diligence raisonnable (*Due diligence*) est l'une des méthodes qui évaluent le potentiel des parties fusionnées et estiment leurs politiques afin de les rapprocher dans le cadre d'un processus stratégique.

Sinickas (2004) définit la diligence raisonnable comme étant « ... *le processus par lequel chaque partie tente d'apprendre tout ce qu'elle peut savoir sur l'autre partie afin d'éliminer la discordance et fixer le prix approprié* ».

La *due diligence* s'intéressera à la fois au passé, au présent et au futur de la cible. L'objectif étant de dégager une véritable radiographie de la cible qui permettra à l'acquéreur de valider la lettre d'intention ou au contraire de revoir la valorisation si des contentieux apparaissent à l'issue de l'audit. Angwin (2001) qualifie la diligence raisonnable de critique dans le processus de fusion-acquisition. Il souligne qu'elle doit être une analyse exhaustive de la cible, et non seulement l'analyse de ses cash-flows et de sa santé financière. Perry et Herd (2004) notent que la complexité grandissante des fusions-acquisitions rend la diligence raisonnable un déterminant clé de leur réussite.

Dans l'ensemble, les études sur les raisons d'échec des fusions s'accordent sur l'importance de la planification stratégique pré-fusion et la nécessité de l'intégration et l'ajustement post-fusion des politiques, et cela grâce à certaines techniques telles que la diligence raisonnable, et l'importance d'avoir une vision stratégique à long terme afin d'accorder plus d'attention à la période ultérieure à la fusion.

## 4. Caractéristiques des opérations et des entreprises fusionnées

### 4.1. Effets des caractéristiques des opérations

De nombreuses études mettent en évidence le rôle joué par les différents termes des offres dans l'analyse transversale des opérations de fusions-acquisitions. Betton *et al.* (2008) trouvent qu'en moyenne, les offres mixtes et celles par échange de titres ont des valeurs de transaction similaires (538 et 493 millions de dollar respectivement), tandis que les offres en cash sont plus petites avec 310 millions de dollars. Ils constatent également que la valeur de l'opération est plus faible pour les acquisitions de firmes non cotées, et que les offres hostiles sont en moyennes plus grandes que les offres amicales (1612 vs 384 millions de dollars).

L'analyse des opérations de fusions-acquisitions conduit à une approche comparative des rapports de taille des entreprises impliquées. Cet indicateur devrait dégager une corrélation positive avec les rendements anormaux. L'échec des fusions est plus fréquent lorsque le rapprochement se fait entre des firmes de tailles égales que dans le

cas de l'absorption d'une petite firme par une autre plus grande. Banz (1981), Chan et Chen (1991) et Fama et French (1993) s'accordent sur le fait que plus la taille relative de la cible est faible, plus elle captera des rendements positifs. Jarrell et Poulsen (1989) montrent que la taille relative a une influence importante sur les rendements des acquéreurs autour de l'annonce.

La participation de l'acquéreur dans le capital de la cible « *toehold*<sup>40</sup> » peut affecter le coût de l'opération<sup>41</sup>. Les premières recherches empiriques soutiennent l'existence d'avantages de la proportion déjà acquise de la cible. Walkling (1985), Jennings et Mazzeo (1993), et Betton et Eckbo (2000) montrent que le *toehold* augmente la probabilité de réussite. De plus, en cohérence avec l'effet du *toehold* dans la limitation de la compétition (*entry deterrence effect of toehold*), Betton et Eckbo (2000) constatent que le *toehold* est associé à des primes plus faibles dans les offres remportées.

Les intérêts de quelques acquéreurs semblent les conduire à vouloir diversifier leur activité. Ainsi, la cible aura une activité non corrélée avec celle de l'acquéreur. Varadarajan et Ramanujan (1987), Michel et Shaked (1984) et Dubofsky et Varadajan (1987) constatent que les fusions conglomerales rapportent de meilleurs résultats. Cependant, d'autres auteurs trouvent une meilleure performance des fusions horizontales comparativement aux fusions verticales (Nail et al., 1998 ; Maquiera et al., 1998). Des résultats empiriques mitigés ont été obtenus par Eckbo (1986) et Datta et al. (1992).

D'autre part, l'hostilité des opérations provoque souvent des surenchères, ce qui est bénéfique pour l'actionnaire de la cible contrairement à l'actionnaire de l'acquéreur. Fishman (1988) met en évidence la stratégie du prix d'offre dissuasif par l'acquéreur pour conquérir la cible, qui le prive de toute possibilité de création de valeur. Selon Huang et Walking (1987), Shleifer et Summers (1988), Herzel et Shepro (1990), Franks *et al.* (1991), Healy et al. (1997), et Schwert (2000), les transactions hostiles ne semblent pas avoir un effet positif sur la performance de l'acquéreur, et les regroupements amicaux permettent une meilleure répartition de valeur entre les parties impliquées.

---

<sup>40</sup> C'est le fait d'acheter moins de 5% des actions d'une cible comme un précurseur possible d'un achat ultérieur plus important. Lorsque l'achat dépasse 5%, la SEC et la cible doivent être notifiées.

<sup>41</sup> Ex. Pfizer a acheté un *toehold* de seulement 1% un mois avant l'annonce de son offre de 80 M\$ pour Warner-Lambert en Janvier 2001. Ainsi, elle a pu économiser environ 250 m\$ de valeur transactionnelle.

En plus de l'attitude de l'offre, un acquéreur doit déterminer le moyen de son règlement. Ce choix peut être influencé par divers facteurs relatifs à l'offre et aux entreprises fusionnées. Myers et Majluf (1984) soulignent que l'asymétrie d'information sur la valeur des actions de l'acquéreur lui permet de proposer ses actions comme instrument de règlement si elles sont surévaluées et d'offrir de la liquidité si elles sont sous-évaluées<sup>42</sup>. Un autre aspect souvent cité pour le choix du mode de paiement est l'effet de la fiscalité<sup>43</sup>. Les offres de liquidités sont souvent assujetties à l'impôt, il y aura donc un montant d'imposition supplémentaire à payer par les actionnaires de la cible. Le troisième facteur souvent mentionné est le contrôle managérial<sup>44</sup> des firmes impliquées. En utilisant les titres pour régler l'acquisition, les actionnaires existants risquent de diluer leur participation, et donc de perdre le contrôle de la firme. Le mode de paiement traduit également un effet de richesse. Eckbo et al. (1990), Martin (1996) et Chang (1998) notent que les revenus sont plus faibles pour l'acquisition payée en actions. Travlos (1987), Asquith et al. (1987), Servaes (1991) et Schlingemann (2004) trouvent que le rendement anormal à l'annonce des acquisitions par actions de firmes cotées est, en moyenne, négatif. Cependant, selon Fuller et al. (2002), Moeller et al. (2004) et Officer et al. (2007), ce rendement est non-négatif lorsque la cible est non-cotée.

Outre le mode de paiement, la détermination de la prime de fusion est cruciale dans l'évaluation du rapprochement. Jarrell et al. (1988) notent que les primes sont passées de 19% en moyenne dans les années 1960 à 30% environ dans les années '80. Walking (1985) utilise la valeur de la prime pour prédire le succès de l'opération. Betton *et al.* (2008) trouvent que la prime est plus élevée quand l'acquéreur est coté, le paiement est en cash, et le « *runup*<sup>45</sup> » de la cible est important, et elle est plus faible lorsque l'opération est une OPA, et le *toehold* est positif, alors qu'elle est non-affectée par l'hostilité de l'offre.

---

<sup>42</sup> L'asymétrie d'information a été confirmée comme étant pertinente pour le choix de la forme de paiement dans un certain nombre d'études empiriques (voir Travlos, 1987 ; Hansen, 1987 ; Fishman, 1989 ; Berkovitch et Narayanan, 1990 ; Eckbo et al., 1990 ; Cornu et Isakov, 2000 ; Linn et Switzer, 2001 ; Shleifer et Vishny, 2003 ; et Rhodes-Kropf et al., 2004 ; Heron and Lie, 2004 ; Schlingemann, 2004).

<sup>43</sup> Un certain nombre d'études empiriques comme celles de Wansley et al. (1983), Harris et al. (1987), Huang et Walking (1987) et Ismail et Krause (2010) soutiennent le rôle de l'imposition dans la détermination de la forme de paiement.

<sup>44</sup> Les preuves empiriques à l'appui de cet aspect sont citées dans Harris et Raviv (1988), Stulz (1988), Eckbo et al. (1990), Amihud et al. (1990), Blackburn et al. (1997), et Faccio et Masulis (2005).

<sup>45</sup> Le « *runup* » est le rendement anormal cumulé de l'action de la firme fusionnée sur la période précédant l'annonce de la fusion. Il traduit les rumeurs de l'OPA provenant de diverses sources publiques, notamment *13(d)*, *Filings*, média, etc. Le point de vue conventionnel est que le « *run-up* » reflète les rumeurs d'un OPA sur la base de l'information déjà connue par l'acquéreur en question.

Enfin, il importe de tenir compte de la compétition au moment de l'offre. Hsieh and Walkling (2005) soulignent que la probabilité de succès de l'offre est négativement liée à la compétition. Giammarino et Heinkel (1986), Fishman (1988) suggèrent qu'une offre initiale élevée dissuade les concurrents possibles. En effet, si l'acquéreur fait une offre initiale avec une prime élevée, l'acquéreur concurrent souffrira d'une faible probabilité de conquérir la cible et une plus faible rentabilité escomptée s'il l'emporte.

#### 4.2. Effets des caractéristiques des entreprises fusionnées

Le caractère mitigé des résultats des fusions-acquisitions rencontre plusieurs explications dans la littérature notamment la question de compatibilité qui est cruciale dans tous les cas de rapprochement. La cible doit avoir des caractéristiques compatibles à la fois avec celles de l'acquéreur et avec la stratégie visée de l'entité combinée. Dans ce sens, les caractéristiques des firmes fusionnées constituent des facteurs qui peuvent expliquer aussi bien la réussite de l'opération (Walking, 1985 ; Hirshleifer et Titman, 1990 ; Kaplan et Weisbach, 1992 ; Bates et Limmon, 2003), sa performance, le partage des gains entre les parties impliquées (Bradley et al., 1988 ; Dickerson et al., 1997 ; Linn et Switzer, 2001 ; Moeller et Schlingemann, 2004 ; Powell et Stark, 2005), et les termes de l'opération (Walking et Edmister, 1985 ; Harford, 1999 ; Betton et al., 2008).

Les études sur les fusions-acquisitions trouvent de grandes divergences dans les retombées des opérations en fonction des caractéristiques de l'acquéreur et de la cible (Bruner, 2002 ; Faccio et al., 2006; Officer et al., 2009). L'une des caractéristiques importantes qui conduisent à des rendements différents de l'acquéreur est le statut de l'entreprise cible. Le rendement anormal de l'acquéreur à l'annonce est significativement plus élevé en cas d'une cible non cotée<sup>46</sup> (Chang, 1998 ; Fuller et al., 2002 ; Moeller et al., 2004 ; Faccio et al., 2006 ; et Officer et al., 2009). Betton et al. (2008) constatent que les deux principales raisons de la performance négative de l'acquéreur semblent être le statut « coté » de la cible et la taille de l'acquéreur : l'acquéreur qui appartient au quartile inférieur en termes de taille et qui absorbe une cible non cotée

---

<sup>46</sup> La première explication de ce constat est basée sur le discount accordé à l'acquéreur lors du rachat d'une firme non cotée : l'acquéreur paie un prix plus bas parce que l'entreprise non cotée ne peut pas être achetée et vendue facilement comme le cas de l'entreprise cotée (Officer, 2007). La seconde explication suppose une concurrence limitée en raison de la hausse des coûts d'obtention d'informations précises sur l'entreprise non cotée (Chang, 1998). La troisième explication est basée sur une surveillance accrue de l'acquéreur à la suite de l'acquisition d'actions qui n'étaient pas détenues par le public (Chang, 1998, et Fuller et al., 2002). La quatrième explication est liée au nombre restreint d'actionnaires de la cible non cotée qui pourraient être détenteurs de blocs dans l'entité fusionnée (Chang, 1998).

capte un rendement anormal de 6.46%. Moeller et al. (2004) trouvent que le rendement à l'annonce des acquéreurs est d'environ deux points de pourcentage plus élevé pour les acquéreurs de petite taille.

Selon Fama et French (1992), les entreprises de type « valeur »<sup>47</sup> justifient d'une prime de risque de marché plus importante que les entreprises de croissance. Rau et Vermaelen (1998) affirment que lors d'une prise de contrôle, un acquéreur de type « *value* » obtient des rendements anormaux plus élevés qu'un acquéreur de type « *growth* ». En effet, les marchés surestiment la capacité des dirigeants des firmes de croissance à gérer d'autres entreprises (Lakonishok et al., 1994).

Bharadwaj et Shivdasani (2003) montrent que l'acquéreur à forte capacité d'endettement est plus susceptible de financer ses acquisitions en liquidités et de réussir ses rapprochements en créant de la valeur. Ils indiquent que si les flux de liquidité de l'initiatrice et de la cible ne sont pas parfaitement corrélés, les flux de l'entité combinée seront moins fluctuants que les flux pris séparément. Cette baisse de la volatilité favorise l'augmentation de la capacité d'endettement qui va entraîner l'accroissement de la valeur de l'obligation, améliorant ainsi la richesse des obligataires. Les opportunités d'investissement de l'acquéreur peuvent également déterminer la conduite de l'acquéreur dans ses opérations d'expansion. Klasa et Stegemoller (2007) suggèrent que l'acquéreur ayant un taux de croissance important génère des rendements positifs autour de l'annonce. Jovanovic et Rousseau (2002) prouvent que la croissance est positivement liée à la disposition de la société à acquérir. Klasa et Stegemoller (2007) soulignent que les séquences d'acquisitions sont des réponses aux changements des perspectives de croissance de l'acquéreur, et confirment cette évidence par un effet de création de valeur à long terme au profit des actionnaires de l'acquéreur.

La littérature antérieure estime qu'une firme à une trésorerie élevée est plus disposée à se lancer dans des acquisitions, mais elle capte souvent des rendements faibles à l'annonce (Lang et al., 1991; Freund et al., 2003; Schlingemann, 2004). Ceci est expliqué dans un cadre théorique de coûts d'agence en se basant sur l'hypothèse du cash-flow libre. D'autre part, Harford (1999) montrent que l'acquéreur à forte croissance et abondant en liquidité préfère payer ses acquisitions en titres afin de conserver la trésorerie pour la croissance future. L'effet du « *cash reserve* » sur le

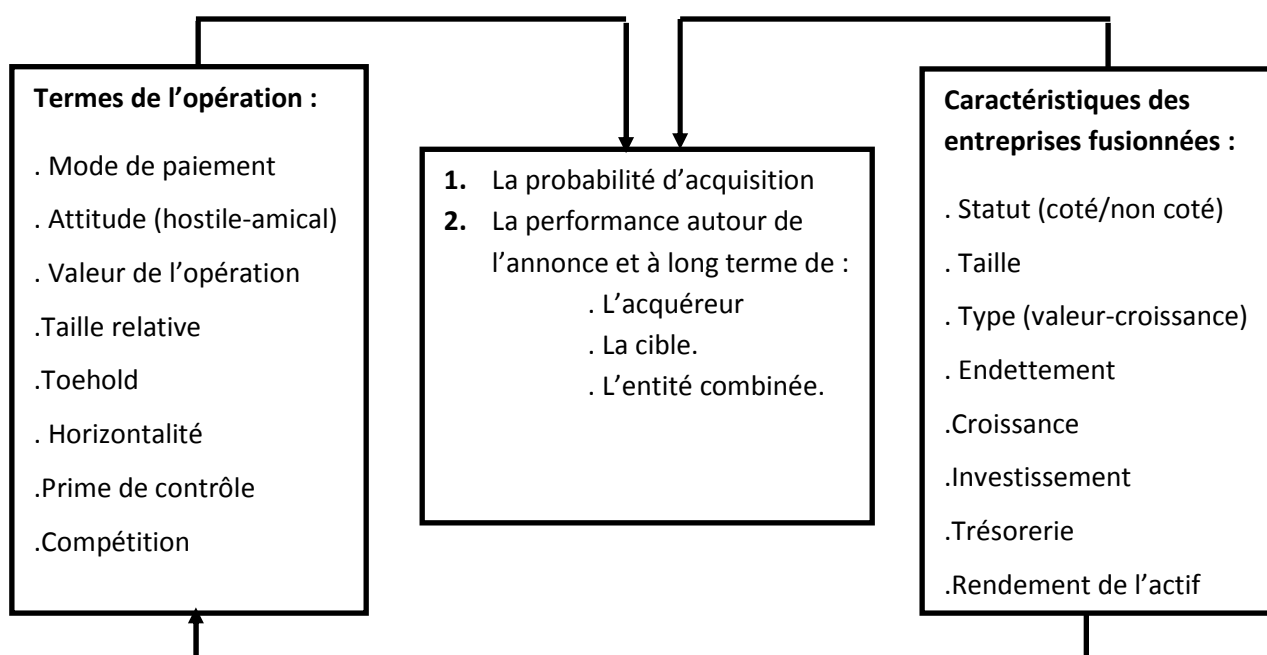
---

<sup>47</sup> Les firmes dont la valeur du ratio « *Book to Market* » est important.

rendement à l'annonce de l'acquéreur dépend de l'incidence de l'effet de croissance relativement à l'effet de la « *misvaluation* »<sup>48</sup>.

Finalement, nous mettons l'accent sur le phénomène de « *runup*<sup>49</sup> » des firmes fusionnées introduit par Schwert (1996). Cette étude montre que le « *runup* » et le « *markup* » sont généralement non corrélés. Cependant, avec un effet de substitution entre les deux, elle considère que le « *runup* » constitue un coût supplémentaire pour l'acquéreur. Betton et al. (2008) estiment que l'acquéreur qui attend à ce que l'offre de rachat soit profitable, doit prévoir également un « *runup* » élevé. Pour les différents scénarios possibles, ils en déduisent une association positive entre le « *runup* » de la cible et les gains de l'acquéreur. La Figure 5 trace les différents liens que peuvent avoir les caractéristiques de l'offre et des entreprises fusionnées avec l'issue des opérations.

**Figure 5.** L'impact des caractéristiques de l'offre et des firmes fusionnées



<sup>48</sup> Lorsque l'effet de croissance domine, l'acquéreur riche en trésorerie a un meilleur effet d'annonce qu'un acquéreur à liquidité réduite. Ceci est induit par l'annonce de l'acquisition qui annihile l'incertitude de l'investissement et envoie un signal de forte croissance (Schlingmann, 2004; Jovanovic et Rousseau, 2002; Dong, Hirshleifer, Richardson et Teoh, 2006). Lorsque l'effet de surévaluation domine, l'acquéreur riche en liquidité aura un effet d'annonce négatif étant donné que l'annonce de l'acquisition conduit à la réévaluation de l'entreprise. Gao (2012) trouve que la réserve de trésorerie affecte positivement la probabilité d'être un acquéreur, conformément à Harford (1999).

<sup>49</sup> Dans les travaux de Schwert (1996), le « *runup* » est le rendement anormal cumulé de l'action de la cible à partir du jour  $j=-42$  jusqu'au jour  $j=-1$  par rapport à l'offre initiale pour la cible (jour  $j=0$ ), et le « *markup* » est le rendement anormal cumulé de l'action de la cible à partir du jour  $j=0$  jusqu'au jour  $j=+126$  ou jusqu'au jour du retrait de la bourse (*delisting*) de la cible.



## **Section 3. La politique de dividendes dans le contexte des fusions-acquisitions**

### **1. Fusions-acquisitions et neutralité de la politique de dividendes**

L'étude de la pertinence de la politique de dividendes dans le contexte des fusions-acquisitions revient à dire que la rencontre des deux politiques de dividendes des firmes impliquées aura un effet aussi bien sur l'exécution du rapprochement et sur la politique de dividendes post-fusion de l'entité combinée. Cependant, en se référant à l'argument de neutralité de la politique de dividendes avancé par Modigliani et Miller (1961), la confrontation des politiques de dividendes induite par les fusions-acquisitions peut être sans effet sur la conduite du futur groupe et sur sa valeur sur le marché.

Modigliani et Miller (1961) montrent que dans des marchés de capitaux parfaits (c'est à dire sans frictions), la structure financière, incarnant les différentes sources de financement, n'affecte pas la valeur de marché de la firme. Ainsi, si l'hypothèse de Modigliani et Miller est vérifiée, les décisions réelles des firmes à l'instar de l'investissement en fusions-acquisitions, motivées par la maximisation de la valeur des actions, sont indépendantes des facteurs financiers tels que la liquidité interne, le niveau d'endettement, ou le versement des dividendes. Dans ce cas de figure, ni la politique de dividendes existante de l'acquéreur va affecter la décision d'acquisition, ni le choc issu de la confrontation des deux politiques de dividendes de l'acquéreur et de la cible va pouvoir influencer le dénouement du rapprochement et la future politique de dividendes de l'entité combinée.

D'un autre point de vue, avant toute opération de fusion-acquisition, les parties impliquées doivent examiner au préalable les contraintes à la fusion et les points de divergence entre leurs cultures et leurs structures financières susceptibles de compromettre les préférences des actionnaires concernés. Et ceci afin de tracer un schéma d'aboutissement du rapprochement et de sa réussite. La diligence raisonnable est l'une des méthodes d'audit qui permettent à chaque partie d'apprendre tout ce qu'elle peut savoir sur l'autre partie afin d'éliminer la discordance (Sinickas, 2004). De plus, la planification de la fusion aide à présager les éventuels désaccords qui peuvent apparaître à l'issue de la réunion de deux structures financières incompatibles, et de pronostiquer son ampleur sur les politiques à adopter par l'entité combinée. Dans ce

sens, les actionnaires de la cible qui vont échanger ses titres contre ceux de l'acquéreur sont généralement conscients des caractéristiques des actions qu'ils vont recevoir, en particulier de leur valeur et de la rémunération qui en découle. Par conséquent, leur adhésion à l'offre n'est que le résultat d'un examen minutieux de l'ensemble des politiques financières de l'initiatrice qui peuvent affecter la valeur de l'action. Ainsi, si les actions de l'acquéreur répondent aux attentes des actionnaires de la cible en termes de valeur et de dividendes, le management de la cible va approuver le rapprochement, sinon, il va s'y opposer ou au moins revendiquer un règlement en cash. De la sorte, il n'y aura pas de raison d'attribuer ultérieurement l'échec de l'aboutissement de la fusion ou les embarras d'un ajustement post-fusion de la politique de dividendes de l'initiatrice à la différence observée au départ entre les politiques de dividendes des firmes fusionnées.

En outre, même si l'opposition du management de la cible n'a pas pu empêcher le rapprochement d'avoir lieu, l'actionnaire de la cible, insatisfait du dividende issu de l'action reçue, peut les vendre sur le marché et se retirer ainsi de l'actionnariat de l'entité combinée. Il peut également liquider ses parts dans l'entreprise cible avant même la réalisation de la fusion. En effet, du moment où l'actionnaire de la cible ne s'attendra pas à un éventuel changement ou à un ajustement de la politique de dividendes de l'acquéreur après la fusion, il n'aura aucune raison d'attendre la réalisation de l'opération pour vendre ses titres. D'autre part, les actionnaires de l'entreprise cible qui préfèrent la politique de dividendes de l'acquéreur vont adhérer à la proposition d'acquisition, ou pourraient alternativement la retarder au moins jusqu'à ce que le cours de l'acquéreur baisse suffisamment pour pouvoir couvrir les coûts transactionnels de rééquilibrage et jusqu'à ce que la fusion aura de fortes chances pour être achevée. Ainsi, ils se protègent contre le risque d'échec de la transaction et favorisent la stabilité de la politique de dividendes de l'acquéreur après la fusion.

Toutefois, à l'instar du marché, la planification antérieure à la fusion ne peut pas être parfaite, et l'audit préalable des politiques existantes de chaque partie peut être défaillant inférant soit l'abandon de la fusion après l'offre initiale, ou à la révision de la politique post-fusion de l'entité combinée. De plus, les frictions du marché en particulier l'existence des coûts de transaction rend toujours difficile et coûteux le fait d'équilibrer son portefeuille après avoir échangé ses titres contre d'autres qui ne correspondent pas à ses préférences de base.

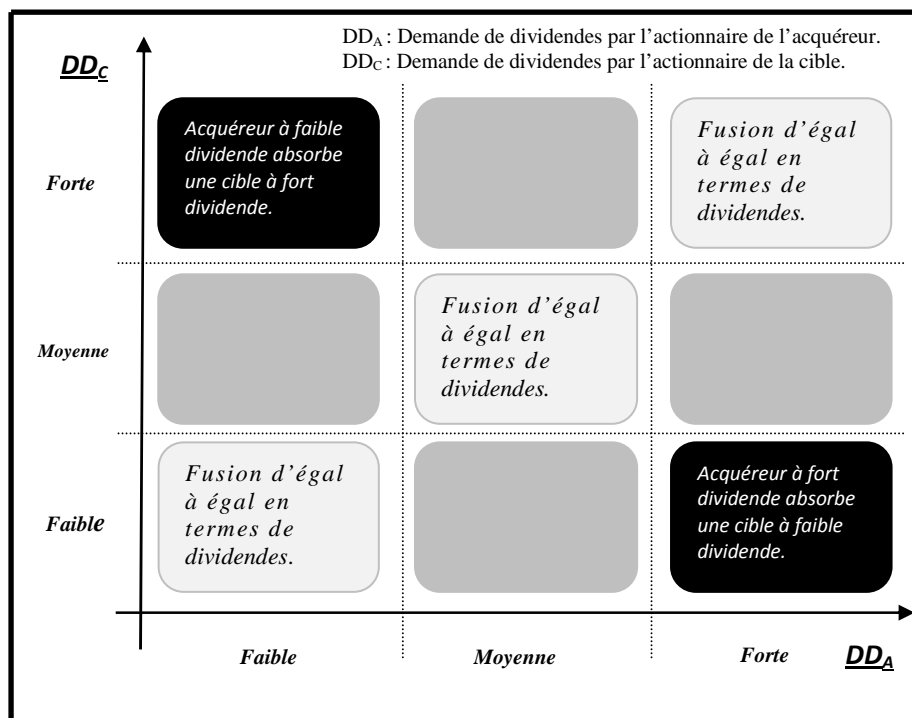
## 2. Fusions-acquisitions et effet de clientèle

Etant donné que les dividendes et les plus-values sont taxés différemment, il semble plausible que les investisseurs se classent dans des clientèles différentes selon leurs tranches d'imposition. Dans de nombreux pays, les dividendes sont taxés plus lourdement que les gains en capital de sorte que les investisseurs fortement imposés devraient favoriser les entreprises ayant un faible taux de distribution de dividendes alors que les investisseurs faiblement imposés devraient s'orienter vers les entreprises à fort dividende jusqu'à ce que des équilibres s'établissent sur le marché. Néanmoins, certaines jonctions sur le marché peuvent bouleverser ses équilibres et réattribuer de nouvelles politiques de dividendes aux clientèles existantes. Les fusions-acquisitions peuvent être une des raisons de ces bouleversements étant donné qu'à l'occasion des rapprochements par échange d'actions, l'actionnaire de la cible peut se trouver contraint à accepter la politique de dividendes de l'acquéreur qui ne pourra pas satisfaire ses préférences en termes de liquidité et d'imposition.

Allen et al. (2000) notent que l'hypothèse de la clientèle suggère que les actionnaires sont différents dans leurs préférences pour le paiement de dividendes par les entreprises dans lesquelles ils investissent. Certains actionnaires préfèrent recevoir un flux régulier de revenus sous forme de dividendes en espèces, tandis que d'autres préfèrent renoncer à des dividendes en espèces afin d'obtenir un paiement supérieur sous la forme de gains en capital. Dans une étude sur les politiques de dividendes des firmes dans le contexte d'un rapprochement, Jeon et al. (2010) supposent que les changements des politiques de dividendes à l'issue des fusions entre des firmes ayant des politiques de dividendes différentes résultent des démarches suivies par les actionnaires de la cible dans le rééquilibrage de leur portefeuille. Les actionnaires peuvent réduire ou totalement liquider leurs positions dans les firmes dont les politiques de dividendes changent d'une manière qui leur est défavorable. En prévision d'une telle conséquence, et en se référant à l'effet de clientèle des dividendes, Jeon et al. (2010) présument que les acquéreurs peuvent sélectionner un mode de paiement en fonction du degré de différence entre les politiques de dividendes des firmes fusionnées. Leurs résultats empiriques soutiennent l'hypothèse que la probabilité d'utilisation des actions comme mode de paiement dans les prises de contrôle augmente avec le degré de similitude dans les politiques de dividendes.

Différents scénarios sont envisageables lors de l'examen de la différence entre les types de clientèle des firmes fusionnées. Notamment, un acquéreur dont l'actionnaire est fort demandeur de dividendes peut absorber une firme dont l'actionnaire a une faible demande pour les dividendes, et inversement. Dans les deux cas, et selon le degré de divergence entre les politiques de dividendes adoptées, il convient de s'interroger sur l'attitude post-fusion de l'acquéreur. La Figure 6 présente les scénarios possibles de croisement entre deux types de clientèle différents lors des fusions-acquisitions. L'axe horizontal classe la demande de dividendes par l'actionnaire de l'acquéreur, et l'axe vertical classe la demande de dividendes par l'actionnaire de la cible.

**Figure 6.** Croisement des types de clientèle lors d'un rapprochement



Les situations qui émanent de clientèles similaires sont neutres. Les fusions qui réunissent un actionnariat à demande moyenne de dividendes et un actionnariat à faible ou forte demande sont moins conflictuelles étant donné que le degré de similitude reste non-négligeable et l'éventuel ajustement post-fusion peut s'avérer moins compliqué à instaurer. En revanche, le croisement de deux types de clientèle très différents suscite plus d'intérêt et intrigue sur l'issue de cette confrontation sur la transaction, la politique de dividendes post-fusion de l'entité fusionnée et la réussite du rapprochement.

### 3. Asymétrie d'information lors des fusions et politique de dividendes

Les fusions-acquisitions se déroulent généralement dans un environnement d'incertitude et d'asymétrie informationnelle entre l'acquéreur, la cible et les investisseurs sur le marché. Cette asymétrie d'information peut affecter l'aboutissement de ces opérations et leurs termes. Chae et al. (2009) constatent que les entreprises avec une plus grande asymétrie d'information ont tendance à acquérir des sociétés à faible asymétrie d'information, et que ces acquisitions connaissent une amélioration de la performance à court et à long terme. Par ailleurs, l'entreprise impliquée dans une fusion doit recourir à des outils visant à réduire l'évaluation incorrecte de chaque partie et éclairer ainsi ses décisions. Boeh (2011) note que les entreprises acquéreuses emploient divers mécanismes pour réduire l'asymétrie d'information autour de la transaction<sup>50</sup>. Chen et Hennart (2004) indiquent que les acquisitions partielles peuvent faciliter le dépistage *ex ante* des firmes fusionnées et permettent d'avoir plus d'informations sur leurs propres valeurs. Plus précisément, la volonté de la firme fusionnée à accepter le principe de l'acquisition partielle signale sa disposition à être de moins en moins opaque à l'égard de l'autre firme impliquée et l'empêche ainsi d'être opportuniste. Reuer (2005) suggère qu'afin de choisir les meilleures alternatives de rapprochement, les dirigeants des entreprises doivent tenir compte de l'asymétrie d'information et du risque de sélection adverse. Lorsqu'ils sont confrontés à ces frictions, les décideurs pourraient opter pour une acquisition tout en passant par un contrat contingent ou bien utiliser les informations diffusées par le marché. Il importe également de tenir compte des décisions de la firme fusionnée qui peuvent être déchiffrées par les investisseurs pour interpréter sa vraie valeur lors d'une opération de fusion-acquisition.

Shleifer et Vishny (2003) proposent une théorie selon laquelle les perceptions des investisseurs irrationnels influent sur les décisions d'acquisition. A partir de cette théorie du « *stock market driven acquisition* », les prises de contrôle sont motivées par la surévaluation boursière. Elle justifie le choix des actions comme mode de règlement par l'opportunisme de l'acquéreur voulant rendre son acquisition moins coûteuse, ce qui entraîne des rendements anormaux à l'annonce négatifs (Travlos, 1987; Servaes, 1991; Schlingemann, 2004). Face aux effets d'anti-sélection lors des offres par échange de

---

<sup>50</sup> Boeh (2011) constate que les acquéreurs dans les opérations transfrontalières ont recours plus souvent à ces mécanismes bien que leur emploi augmente les coûts transactionnels.

titres, il s'avère important pour l'investisseur de tenter d'élucider certains indices et preuves qui permettent d'obtenir des informations supplémentaires pertinentes sur l'entreprise fusionnée. Notamment, le contenu informationnel de sa politique de dividendes peut être directif, et oriente les décisions des parties prenantes dans ce contexte d'asymétrie informationnelle. En effet, le statut de paiement de dividendes de la firme fusionnée peut révéler des informations précieuses sur la valeur de son action échangée. Les investisseurs peuvent prendre en compte ce statut ainsi que le niveau de distribution de dividendes de l'acquéreur au long des dernières années pour pouvoir interpréter plus correctement sa valorisation. Les études antérieures ont fourni des preuves sur le fait que le paiement de dividendes par les entreprises américaines est un dispositif efficace de transmission d'informations. Selon les modèles de signalisation de Bhattacharya (1979), John et Williams (1985), et Miller et Rock (1985), les managers savent plus sur la valeur réelle de l'entreprise que ne le font les investisseurs, et utilisent les dividendes pour communiquer des informations au marché. Ainsi, ces modèles suggèrent une relation négative entre l'asymétrie d'information et la politique de dividendes de l'entreprise. Myers et Majluf (1984) analysent l'effet conjoint de l'asymétrie d'information et du statut de dividendes, et suggèrent que l'allègement de la baisse des prix à l'annonce des émissions d'actions est lorsqu'il n'y a moins d'asymétrie d'information et la politique de dividende est maintenue de sorte que les changements de dividendes sont étroitement corrélés avec les changements de valeur. Ambarish, John et Williams (1987) généralisent les travaux de Miller et Rock (1985), John et Williams (1985) et Myers et Majluf (1984). Ils construisent un équilibre de signalisation où les dividendes et les émissions nettes d'actions ordinaires communiquent collectivement des informations privées à moindre coût que les émissions seulement.

Khang et King (2006) montrent que le montant des dividendes est négativement lié aux rendements des transactions effectuées par les *insiders* de la firme qui mesurent le degré d'asymétrie d'information. Li et Zhao (2008) étudient l'association entre la politique de dividendes de la firme et la qualité informationnelle de son environnement. Ils montrent que si la théorie du contenu informationnel des dividendes est une description correcte de la réalité, alors les politiques de dividendes devraient être négativement associées aux erreurs d'évaluation des entreprises. Par conséquent, les payeurs de dividendes sont moins susceptibles d'être contraints des problèmes d'asymétrie d'information (Howe et Lin 1992; Khang et King, 2006). Si ce résultat est vrai, la théorie de l'asymétrie

d'information implique que le marché devrait réagir moins négativement à l'annonce d'une émission d'actions par un payeur de dividendes ou à l'annonce d'un paiement par actions par un acquéreur payeur de dividendes. Booth et Chang (2011) ont analysé le lien entre le statut de paiement de dividendes de l'entreprise et ses rendements à l'annonce d'une opération d'émission d'actions. Contrairement à Loderer et Mauer (1992), ils trouvent que le marché réagit moins négativement aux annonces effectués par les émetteurs payeurs de dividendes. Cependant, il n'existe encore pas d'études empiriques sur l'effet du statut de paiement de dividendes de l'acquéreur sur les rendements à l'annonce de son acquisition en titres.

#### 4. Synergie de fusion et politique de dividendes

La valeur créée par toute fusion-acquisition appartient essentiellement aux actionnaires de l'acquéreur qui vont contrôler la société combinée. C'est pour cela que l'acquéreur est prêt à payer la cible au-delà de sa valeur réelle pour prendre son contrôle. Tout de même, les actionnaires de la cible vont exiger un partage équitable des gains de synergie prévus par l'intégration. Afin de mener à bien le processus d'acquisition, l'acquéreur doit donc verser une prime dont le montant se base sur la valeur attendue de la synergie et des termes de son partage. Bradley et al. (1988) définissent les gains de synergie comme étant la somme de la valeur créée pour les actionnaires de l'acquéreur et de la cible. Farrell et Shapiro (2001) soulignent que les firmes qui fusionnent possèdent des actifs et des compétences complémentaires qui vont améliorer la performance opérationnelle résultant en une synergie. Ces définitions témoignent de l'importance de l'allocation optimale de l'efficacité opérationnelle entre les différentes parties impliquées. Lors des fusions par échange d'actions, la politique de dividendes de la firme combinée, qui doit être corrélée aux gains générés après la fusion, peut être un des éléments de concrétisation de la loi de partage de gains spécifiée au moment de l'opération. Maquieira et al. (1998) soulignent que les fusions par échange d'actions offrent une bonne occasion pour tester la création de richesse et sa redistribution étant donné qu'il n'y a pas de sortie de cash ni de changement d'actifs. Ils notent que si la richesse nette est créée par la capture des synergies opérationnelles et financières, il devrait y avoir une augmentation des valeurs de marché additionnées des firmes fusionnées, et la plupart ou la totalité de ces gains nets synergétiques devraient revenir aux actionnaires. Kui et Shu-Cheng (2011) définit la synergie comme « la valeur

additionnelle générée par la combinaison de deux firmes, créant des opportunités dont ne pourraient bénéficier les deux entités séparées ». La synergie présentée ici est d'abord opérationnelle qui doit se matérialiser par un accroissement des flux de trésorerie dégagés par l'actif économique combiné. La distribution de ces flux doit répondre aux attentes des actionnaires de la firme combinée, et en même temps, ne doit pas détruire de la valeur économique.

Plusieurs modèles argumentent la création de synergies financières lors des fusions, tels que ceux présentés par Levy et Sarnat (1970), Lewellen (1971), Weston et Mansinghka (1971), Williamson (1975), Amihud et Lev (1981), Stapleton (1982), et Amihud et al. (1986). Ces travaux montrent que ce type de synergie provient de la réduction du risque de défaut suite à la réunion d'entreprises avec des flux de trésorerie imparfaitement corrélés et de la diversification du risque des capitaux. La répartition des gains de fusion par le biais d'une distribution post-fusion de dividendes peut provenir d'une synergie de liquidité entre une initiatrice en manque de trésorerie et une cible ayant un grand potentiel de liquidité. L'étude de de Kim et Smith (1994) sur 177 fusions-acquisitions entre 1980 et 1986 montre que la création de valeur lors des groupements cible-initiatrice à liquidités complémentaires est mitigée. Ils trouvent que le gain de l'initiatrice serait encore plus élevé lorsqu'elle manque de cash et qu'elle vise une cible à liquidité excédentaire, alors que l'initiatrice en excès de liquidité détruit de la valeur en surpayant la cible. Smith et Kim (1994) notent que la cible est toujours gagnante quelle que soit sa situation en termes de liquidité.

Banchit, Locke et Choi (2012) examinent la politique de dividendes post-fusion des groupes combinés sur le marché de l'Association des Nations de l'Asie du Sud-Est. Ils constatent une augmentation significative de la politique de dividendes post-fusion qui est positivement reliée aux rendements capturés après la fusion. A partir de là, les gains d'efficience issus des rapprochements ne peuvent être que favorables à l'augmentation de la distribution de dividendes après la fusion du moment où cette distribution peut contribuer à l'allocation optimale des gains synergiques entre les actionnaires. D'où les fusions-acquisitions conjointement aux politiques de dividendes peuvent jouer un rôle éminent dans l'optimisation de la redistribution des ressources entre les parties impliquées.



## 5. Comportement de la cible et politiques de dividendes

Lorsque deux entreprises fusionnent, il y a souvent des gains de prise de contrôle à être partagés entre les actionnaires de la cible et de l'acquéreur. La mesure dans laquelle ces gains sont partagés dépend en partie des attentes des actionnaires des deux firmes par rapport à leur participation dans l'entité combinée. Lorsque la fusion est réalisée avec des titres comme méthode de paiement, les actionnaires de la cible deviennent non seulement des actionnaires de l'entité fusionnée, mais seront également soumis aux pratiques de gouvernance et à la politique de distribution de l'entité fusionnée, qui dépendra normalement des pratiques exercées auparavant par les deux firmes. Ainsi, le résultat final du rapprochement peut être un changement dans la structure de gouvernance et les pratiques de rémunération des actionnaires de l'entité combinée. Cependant, un changement post-fusion peut être épargné si les politiques de dividendes (en particulier) des deux firmes sont proches l'une de l'autre et convergent en termes de d'abondance et de durabilité. Dans le cas contraire, la cible peut opter préalablement à l'accord pour une attitude de résistance à l'offre proposée afin de mettre fin à une fusion qui pourra endommager la rémunération future de ses actionnaires.

Bates et al. (2008) montrent que la résistance de la cible peut conduire à une amélioration de la répartition des gains de la fusion au profit des actionnaires de la cible lors des opérations réalisées, ce qui s'aligne avec les résultats basés sur le pouvoir de négociation de la cible. Cependant, Heron et Lie (2006) indiquent que l'aptitude du management de la cible à s'opposer à l'offre n'est pas significativement réductrice de la probabilité de réalisation de l'opération. A partir de là, si le comportement de résistance de la cible ne va pas exempter les actionnaires de la cible d'une politique de dividendes qui ne répondra pas à ses préférences, la résistance pourrait en revanche être bénéfique à ces actionnaires du moment où elle contraindrait l'acquéreur à les dédommager d'une autre manière. Schwert (2000) explique le comportement de résistance de la cible par l'objectif d'améliorer la richesse des actionnaires et leur garantir plus d'avantages et de bénéfices que ce soit au moment de la transaction ou plus tard. Easterbrook et Fischel (1981) affirment que les stratégies de résistance de la cible font consacrer plus de ressources qui pourraient éventuellement modifier la répartition des gains entre les actionnaires de la cible et de l'acquéreur, mais en revanche elles créent une perte sociale entre les parties impliquées. Alternativement, Bebchuk (1982) soutient le fait que la résistance peut être socialement désirable si elle favorise une redistribution efficace des

actifs combinés. Lorsque la résistance de la cible est justifiée par l'hypothèse d'agence comme dans Baron (1983), Stulz (1988) et Carlin et al. (2011), ce comportement ne pourra pas être associé à la différence entre les politiques de dividendes des firmes fusionnées étant donné que le management de la cible se soucie uniquement de sa position dans l'entité combinée au lieu de la future rémunération de ses actionnaires. Sous une hypothèse d'agence, Baron (1983) construit un modèle de résistance dans lequel l'opposition de la cible à l'offre se produit quand la prime ne compense pas les dirigeants en place pour la valeur de leurs positions.

Dans le cas d'une divergence entre les politiques de dividendes des firmes fusionnées en titres, le management de la cible pourrait adopter une autre attitude caractérisée plutôt par la passivité et l'adhésion à l'offre malgré les effets hostiles à la richesse des actionnaires de la cible. Ce type de comportement est généralement désigné par un effet de défaut puisque la cible agit plus ou moins passivement à la proposition de rachat sans se préoccuper vraisemblablement à l'avenir de ses actionnaires. Baker et al. (2007) désignent cette attitude par un comportement de moindre résistance « *path of least resistance* » ou un comportement d'inertie. Ces auteurs considèrent que dans les fusions où les investisseurs de la cible ne détiennent pas une position initiale dans l'entreprise acquéreuse (*Toehold* nul), la cible ne va pas accorder une valeur particulière aux titres de l'acquéreur et ses actionnaires neutres vont céder ses parts à la suite de l'offre proposée. Toutefois, Baker et al. (2007) distinguent les actionnaires de la cible qui sont plus lucides que d'autres, et ils estiment qu'ils vont liquider leurs titres immédiatement après la réalisation de l'opération si les actions de l'acquéreur ne pourront pas satisfaire leurs préférences. Ainsi, dans le sens de Baker et al., certains actionnaires de la cible suivraient un comportement d'inertie en acceptant les titres de l'acquéreur malgré sa politique de dividendes différente à celle dont ils bénéficiaient auparavant. D'autres actionnaires adopteraient cette alternative tout en projetant la vente des titres juste après la réalisation de l'opération afin d'acheter d'autres actions garantissant le dividende approprié. Il y a d'autres facteurs qui peuvent affecter le comportement de la cible dans ce contexte de différence entre les politiques de dividendes des firmes fusionnées. Comme précisé dans la deuxième section de ce chapitre, la disposition de la cible à se vendre révélée par De Bodt et al. (2012) peut orienter son attitude face à l'offre et rendre la question de divergence entre les politiques de dividendes non prioritaire.

## 6. Illustration – Fusion CVS Caremark

Dans cette partie, nous présentons un exemple d'une fusion récente, à partir de laquelle nous testons certaines présomptions. L'illustration sera organisée comme suit : nous introduisons, tout d'abord, les entreprises impliquées dans cette fusion, et puis nous détaillons le synopsis de la transaction. Un examen des politiques de dividendes avant et après la fusion sera effectué en utilisant des mesures communes de la politique de dividendes à savoir le rendement en dividende et le ratio de distribution. Les effets de la différence entre les politiques de dividendes antérieures sur les caractéristiques de l'offre et l'aboutissement de l'opération seront analysés à la fin. Le choix de l'exemple est basé sur plusieurs critères : d'abord il s'agit d'une opération américaine puisque notre travail empirique sera établi sur le marché américain. C'est une opération relativement récente ; annoncée fin 2006, et présente un bon terrain d'analyse vu sa taille et son processus de réalisation. Elle touche à l'industrie pharmaceutique qui est un secteur en forte croissance aux Etats-Unis (7-8% en 2007). De plus, les valeurs pharmaceutiques se caractérisent par une forte valorisation et génèrent des liquidités abondantes propices à de fortes politiques de dividendes.

### 6.1. Présentation de la fusion

Au début du mois de Novembre 2006, la chaîne pharmaceutique américaine *CVS Corporation* était en phase de pourparlers afin d'acheter le groupe américain de services pharmaceutiques *Caremark Rx* pour 21 milliards de dollar. *Caremark Rx*, considéré comme la proie la plus vraisemblable de l'opération, flambait de presque 3% en bourse alors que *CVS* s'enfonçait de plus de 7% en fin de 2006 (voir [Figure 7](#)). L'article ci-dessous (traduit), paru dans le « *New York Times* » le 1 Novembre 2006, confirme leur engagement dans des négociations pour une possible fusion entre égaux, et cela suite à la dégradation de leurs performances boursières.

*« CVS chute de 7.8% à 29\$ à Wall Street ce soir, alors que Caremark flambe de 3% vers les 51\$ sur cette même place américaine.... Dans le segment des services et de la distribution pharmaceutique (drugstores) aux Etats-Unis, la chaîne CVS et le fournisseur de services Caremark ont confirmé l'étude d'une possible fusion entre égaux, même s'il n'y a aucune assurance qu'un accord soit réalisé ».*

*CVS Corporation* est la deuxième plus grande chaîne pharmaceutique aux États-Unis après *Walgreens*, avec plus de 7000 magasins dans 45 États ainsi que dans *Puerto Rico*. Comme les divisions de pharmacie de détail, elle vend des médicaments sur ordonnance et un vaste assortiment de marchandises générales, y compris les produits cosmétiques et de beauté, les aliments de commodité grâce à ses magasins de détails *CVS Pharmacy* et *Longs Drugs*, et en ligne par le biais de *CVS.COM*. Elle fournit également des services de soins de santé à travers son *MinuteClinic* (cliniques de soins de santé) ainsi que ses centres de soin du diabète. Depuis les années 1990, *CVS* agit rapidement pour devenir l'un des meilleurs acteurs de l'industrie des pharmacies aux États-Unis. Elle a multiplié ses acquisitions des chaînes de distribution et des « *drugstores* » en privilégiant sa politique d'expansion externe qu'interne. En 2001, *CVS* a annoncé un plan d'expansion dans *Phoenix, Arizona, Miami Beach* en *Floride* et dans trois nouveaux marchés au *Texas*. La politique de croissance agressive de *CVS* a été au détriment de sa politique de dividendes qui stagnait parfois pendant des années. On verra plus en détail la conduite de *CVS* en termes de distribution de dividendes durant les années précédant la fusion.

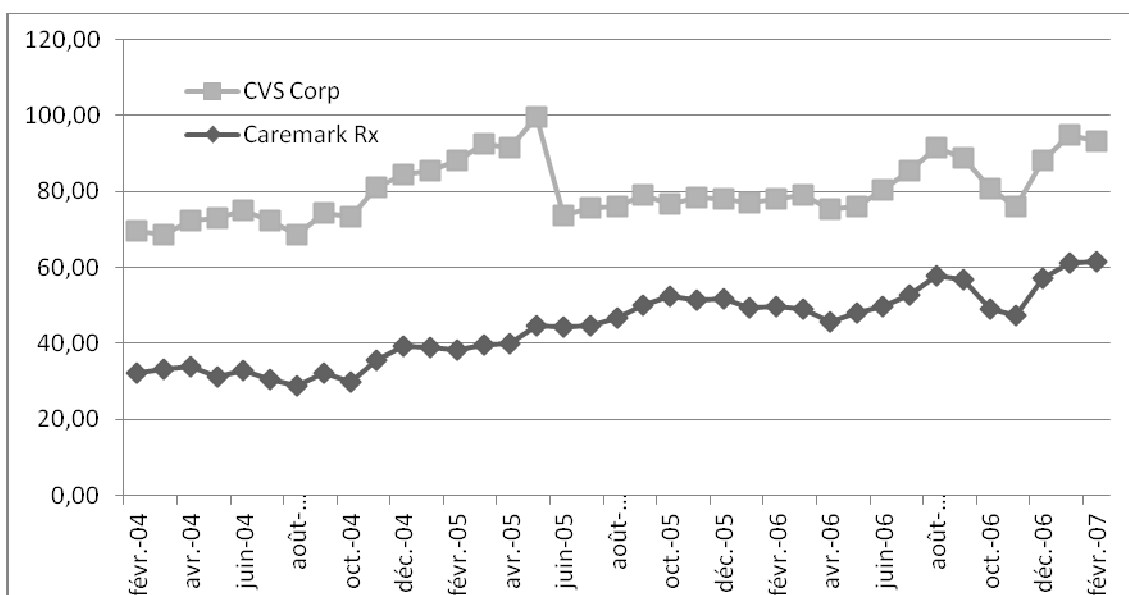
*Caremark* est une grande société de services pharmaceutiques, fournissant à travers ses filiales, des services complets d'assurance-médicaments à plus de 2000 promoteurs de régimes de santé à travers les États-Unis. Les clients de la société comprennent les entreprises par le biais des plans de santé, les organismes de soins, les compagnies d'assurance, les syndicats, les organismes gouvernementaux et d'autres régimes d'avantages sociaux. En outre, *Caremark* est un fournisseur national de prestations pharmaceutiques aux bénéficiaires du programme *Medicare Part D*<sup>51</sup>. La société exploite un réseau national de pharmacies de détail avec plus de 60 000 pharmacies participantes, en plus de sept pharmacies consacrées aux plantes réglementées par la *FDA*<sup>52</sup>, et 21 pharmacies spécialisées dans la livraison de médicaments de pointe pour les personnes souffrant de maladies chroniques ou génétiques.

---

<sup>51</sup> *Medicare Part D* est un programme fédéral pour subventionner les coûts des médicaments prescrits pour les bénéficiaires de *Medicare* aux États-Unis. Il a été adopté dans le cadre de la Loi de la modernisation de *Medicare* en 2003, et entré en vigueur le 1 Janvier 2006.

<sup>52</sup> *Food and Drug Administration* (Agence fédérale américaine des produits alimentaires et médicamenteux) est l'administration américaine des denrées alimentaires et des médicaments. Cet organisme a le mandat d'autoriser la commercialisation des médicaments sur le territoire américain.

**Figure 7.** Cours boursiers de *CVS Corp.* et *Caremark Rx* (en dollar).



Certaines conditions doivent être vérifiées afin de s'assurer de l'utilité de cet exemple dans l'étude des chocs de politiques de dividendes lors des fusions-acquisitions. En effet, l'opération doit être réglée, en totalité ou en grande partie, par des titres pour qu'on puisse pronostiquer une révision post-fusion possible de la politique de dividendes de l'acquéreur. En effet, les actionnaires de *Caremark* ont reçu 1.67 parts de l'entité combinée *CVS Caremark* pour chaque action détenue de *Caremark*. Par exemple, un actionnaire propriétaire de 100 actions de *Caremark* est devenu propriétaire de 167 actions dans le groupe combiné. Par conséquent, le mode de paiement utilisé répond à la condition préalable de notre illustration.

*CVS* et *Caremark* ont commencé à planifier leur fusion suite à la réception de l'autorisation *anti-trust* le 20 Décembre 2006. Ces firmes qui ont déjà annoncé l'estimation d'une synergie annuelle de 500 millions de dollar, affirment qu'elles s'attendent à atteindre entre 800 et 1 milliard de dollar de recettes supplémentaires en 2008, et beaucoup plus par la suite. La négociation entre *CVS* et *Caremark* était privée au départ et a abouti à un accord d'échange de titres avec un paiement, après la conclusion de la fusion, d'un dividende spécial d'un montant de 2\$ par action aux actionnaires de *Caremark*. Néanmoins, contre toute attente, le 17 janvier 2007, une pharmacie rivale gestionnaire de prestations « *Express Scripts* » lance une offre de 27.2 milliards de dollar à *Caremark*. Vraisemblablement, *Express Scripts* est entrée en

course le 18 Décembre 2006 avec une contre-offre de 24.8 M\$. Ce nouveau rebondissement constitue une démarche hostile dans la mesure où *Caremark* a réitéré son soutien à la proposition de *CVS* d'un montant de 23.3M\$. L'offre d'*Express Scripts* consiste à proposer 29.95\$ en liquide avec 0.426 actions pour chaque action détenue par les actionnaires de *Caremark*. Sur la base du cours de clôture du 12 Janvier, cette offre représente au total 56.87\$<sup>53</sup>.

Quand *Express Scripts* a relancé une OPA hostile de 26M\$, de nombreux détenteurs de parts *Caremark*, farouchement opposés à la proposition de *CVS*, se sont ralliés à l'offre du concurrent. La guerre d'appel d'offres est moussée par les déclarations des analystes<sup>54</sup>. *Joseph Agnese*, un analyste boursier pour *Standard & Poor* a déclaré dans une interview : « *CVS a versé un montant équitable, et l'offre combinée est une démarche très innovante de la part de CVS car ça n'a jamais été fait à cette échelle* ». Cependant, *Andrew Speller*, un analyste d'*AG Edwards & Sons*, a déclaré que « *La fusion éventuelle entre CVS et Caremark pourrait être difficile pour les deux sociétés car CVS est spécialisé dans le commerce de détail alors que Caremark est un gestionnaire de prestations. Une combinaison de deux géants de services pharmaceutiques, telle que proposée par l'accord d'Express Scripts peut donner plus de valeur à long terme pour les actionnaires de Caremark* ». Tout de même, l'écart entre les cours des deux concurrents se balançait en faveur des actionnaires de *CVS* : « *Comme nous l'écrivons hier, nous n'avons pas pu voir de nombreux actionnaires de Caremark rejeter l'offre de CVS en faveur de l'offre incertaine d'Express Scripts* », a déclaré *Goldman Sachs* en présageant une hausse de valeur de 17% au cours de l'année qui suit l'opération.

Si on essaie d'interpréter la déclaration de *J. Agnese*, il s'avère que la stratégie de règlement proposée par *CVS* a apporté ses fruits, sauf que cette offre combinée entre l'échange de titres et les dividendes spéciaux a connu un rebondissement pour contrer chaque fois l'offre du concurrent, et le dividende spécial a passé de 2 à 6 et puis à 7.5\$ pour chaque action *Caremark*. En réalité, ce dividende, payé après la conclusion de la transaction, a consolidé l'offre de *CVS* et en même temps a alourdi la responsabilité de

---

<sup>53</sup> *Express Scripts*, après avoir proposé une offre de 24 M\$, a refusé de surenchérir sur les 26 M\$ offert ultérieurement par *CVS*, et a exigé la divulgation de quelques informations sur *Caremark* pour hausser son offre. Cependant, *Caremark* a préféré reprendre sa négociation avec *CVS* qui ne s'est pas contenté de renchérir mais également de promettre d'autres avantages.

<sup>54</sup> Les déclarations qui suivent sont extraites du site Forbes.com.

l'acquéreur vis-à-vis des actionnaires de *Caremark* puisque le dégageant de tel dividende, même s'il est spécial, avec les déclarations de *Tom Ryan*, CEO de *CVS*, laisse prévoir une rémunération post-fusion importante des actionnaires. Nous saurons dans ce qui suit si ça va être le cas ou pas. Les détails de l'opération sont résumés dans la **Table 3** ci-dessous<sup>55</sup>. C'est une opération présentée comme une fusion entre égaux qui tend de créer un leader sectoriel. *CVS-Caremark* a annoncé la composition de son conseil d'administration qui sera présidé par *Mac Crawford*, ancien président de *Caremark*, alors que *Tom Ryan* continuera de servir en tant que PDG. Le projet de mariage vertical entre un groupe américain de drugstores (*CVS*) avec un distributeur de médicaments (*Caremark*) est désormais réalisé, malgré l'acharnement du candidat non sollicité *Express Scripts* (Nombre d'enchérisseurs=2). Le règlement de l'opération est effectué en majorité par échange de titres entre les deux firmes (1.67 parts de *CVS* *Caremark* pour chaque action de *Caremark Rx*) soutenu par un dividende spécial de 7.5\$ pour chaque action *Caremark*.

**Table 3.** Détails de la fusion *CVS-Caremark*

<i>Libellé</i>	<i>Détail</i>
Numéro <i>SDC</i> de l'opération	1807541020
Date d'annonce	1 Novembre 2006
Forme de l'opération	Fusion
Type de l'opération	Verticale
Valeur de la transaction (\$mil)	26,293.576
Attitude	Amicale
Nombre d'enchérisseurs	2
Valeur de la prime <sup>56</sup>	5.72%
<i>Toehold</i>	0%
% acquise	100%
Mode de paiement	87.84% en actions et 12.16% en dividendes spéciaux.
Valeur de marché de l'acquéreur <sup>57</sup>	26,408.7
Valeur de marché de la cible	24,124.72
Place boursière de l'acquéreur	NYSE
Place boursière de la cible	NYSE

<sup>55</sup> La source des détails de l'opération est la base *SDC Platinum* disponible au LSMRC.

<sup>56</sup> La valeur de la prime est mesurée par le prix offert rapporté au prix de l'action de la cible 4 semaines avant l'annonce de la fusion.

<sup>57</sup> Les valeurs de marché de l'acquéreur et de la cible (\$mil) sont mesurées 4 semaines avant l'annonce.

## 6.2. Etude des politiques de dividendes avant la fusion

Nous étudions les politiques de dividendes pré-fusion des entreprises fusionnées à partir de deux mesures communes de la politique de dividendes. La première mesure est le rendement en dividende qui rapporte le dividende par action trimestriel de l'entreprise fusionnée au prix de l'action. La deuxième mesure est le ratio de distribution de dividendes qui rapporte le dividende par action versé au bénéfice par action généré. Nous évaluons la politique de dividendes antérieure à partir de la moyenne de chacune de ces deux mesures sur à peu près les 3 ans qui précèdent l'annonce de la fusion. Le type de versement consiste dans tous les cas à un dividende ordinaire en cash dont la valeur est recensée à l'aide des données trimestrielles dans la base *CRSP-Compustat Merged*. Le jour d'annonce du dividende, le jour ex-dividende et le jour de paiement du dividende sont identifiés à partir des rapports annuels disponibles sur le site « *cvscaremark.com* » pour *CVS*, et sur l'« *Associated Press Report* » pour *Caremark*. La **Table 4** affiche les rendements en dividende et les ratios de distribution trimestriels de *CVS* à partir de la fin de 2003 jusqu'au versement du dernier trimestre avant la date d'annonce de la fusion. L'évolution trimestrielle des paramètres de mesure (DPA, BPA et cours boursier) est également détaillée. La **Table 4** fait apparaître deux phases d'évolution des mesures de distribution de dividendes utilisées. La première est celle qui précède la dilution, elle est caractérisée par une fluctuation du rendement en dividende entre 0.13% et 0.18% et une variation du ratio de distribution autour de 10%. Après la dilution, le rendement en dividende apparaît plus stable et prend généralement la valeur de 0.12%. Le ratio de distribution varie entre 7% et 11%. Cette variation est due principalement à l'instabilité du bénéfice par action trimestriel. Le versement consiste à un dividende en cash classique. La **Table 5** affiche les statistiques descriptives des mesures de dividendes pour *CVS*. Le rendement en dividende moyen de *CVS* entre Septembre 2003 et Septembre 2006 est de 0.14%. Ce taux est relativement faible par rapport au rendement en dividende moyen du secteur des « *Drug stores* » et du rendement du concurrent *Walgreen*. Le ratio de distribution moyen est de 10.69%. Il est également faible, très proche de la médiane et son écart-type est important par rapport à celui du rendement en dividende.



**Table 4.** Détails sur les dividendes de *CVS Corp.* avant la fusion

<i>Jour de déclaration</i>	<i>Jour ex-dividende</i>	<i>Jour de paiement</i>	<i>Dividende par action</i>	<i>Type de versement</i>	<i>Cours boursier</i>	<i>Bénéfice par action</i>	<i>Rendement en dividende</i>	<i>Ratio de distribution</i>
01/11/06	Date d'annonce							
20/09/06	19/10/06	01/11/06	0.0388	Cash ordinaire	32.12	0.34	0.0012	0.1141
07/06/06	19/07/06	01/08/06	0.0388	Cash ordinaire	30.70	0.41	0.0012	0.0946
01/03/06	20/04/06	03/05/06	0.0388	Cash ordinaire	29.87	0.40	0.0012	0.097
01/12/05	19/01/06	03/02/06	0.0363	Cash ordinaire	26.42	0.49	0.0013	0,0740
14/09/05	19/10/05	01/11/05	0.0363	Cash ordinaire	29.01	0.31	0.0012	0.1170
07/06/05	19/07/05	01/08/05	0.0363	Cash ordinaire	29.07	0.34	0.0012	0.1067
12/05/05	07/06/05	06/06/05	-	Dilution 2-pour-1	51.58	-	-	-
02/03/05	20/04/05	02/05/05	0.0725	Cash ordinaire	52.62	0.71	0.0013	0.1021
05/12/05	20/01/05	04/02/05	0.0663	Cash ordinaire	45.07	0.63	0.0014	0.1052
14/09/04	20/10/04	01/11/04	0.0663	Cash ordinaire	42.13	0.45	0.0015	0.14733
07/06/04	20/07/04	02/08/04	0.0663	Cash ordinaire	42.03	0.58	0.0015	0.1143
03/03/04	21/04/04	03/05/04	0.0663	Cash ordinaire	35.30	0.61	0.0018	0.1086
09/12/03	20/01/04	03/02/04	0.0575	Cash ordinaire	36.12	0.66	0.0015	0.0871
10/09/03	17/10/03	31/10/03	0.0575	Cash ordinaire	31.06	0.47	0.0018	0.1223

*Source.* Annual reports-cvscaremark.com et CRSP-Compustat Merged

Le montant du dividende par action est relativement stable après la dilution, ce qui explique la régularité dans les valeurs du rendement en dividende malgré les variations dans le cours de l'action. En somme, *CVS* affiche une politique de dividendes stable sur les deux dernières années qui précèdent la fusion. Les mesures du dividende moyen montrent une baisse par rapport à la politique suivie avant la dilution du capital. Cependant, durant toute la période d'analyse, le rendement en dividende et le taux de distribution n'ont pas dépassé les barres de 0.2% et 20% respectivement. Cela peut être expliqué par la portée des stratégies d'acquisitions et d'expansion pour *CVS* aux dépens de la rémunération des actionnaires.

**Table 5.** Statistiques descriptives des dividendes de CVS avant la fusion

	<i>Moyenne</i>	<i>Médiane</i>	<i>Ecart-type</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>
Rendement en dividende	0.0014	0.0013	0.0002	0.0012	0.0018
Ratio de distribution	0.1069	0.1067	0.0178	0.074	0.1473

Pour pouvoir analyser la différence de distribution de dividendes entre les firmes fusionnées, nous optons également à l'examen de la politique de dividendes de la cible « *Caremark* ». La **Table 6** détaille l'évolution du montant de dividende, du bénéfice et du cours boursier de *Caremark* sur les trois ans qui précèdent l'annonce. Nous calculons, comme pour *CVS*, le rendement en dividende et le ratio de distribution trimestriels. La **Table 6** montre une stabilité dans le montant du dividende versé entre 2003 et 2006 avec une légère évolution progressive à la hausse, comme le justifie l'article ci-dessous du *Business Wire* paru le 17 Août 2006.

*« Caremark Rx Inc (NYSE :CMX) a annoncé aujourd'hui que son conseil d'administration a déclaré un montant de dividendes en espèces de 0.10\$ par action pour le troisième trimestre de 2006. C'est le même dividende qui a été payé pour les périodes précédentes. Le dividende en espèces est payable le 16/10/2006 aux actionnaires inscrits le 29 Septembre 2006 »*

Le cours boursier de *Caremark* a également augmenté passant de 22.6\$ en fin de 2003 à 56.67\$ dans la période d'annonce (**Figure 7**). Cette augmentation importante du prix du titre a nettement amorti la hausse du montant du dividende par action, d'où on observe une baisse dans le rendement en dividende trimestriel qui a diminué à moitié de 2003 à 2006, passant de 0.34% à 0.17%. Tout de même, ce rendement reste plus important que celui observé dans le cas de *CVS*. Le bénéfice par action s'est également multiplié après une hausse progressive sur la période d'analyse. Par conséquent, le ratio de distribution a subi une diminution de 26% en 2003 à 14% pour le dernier trimestre de 2006. Comme pour *CVS*, le versement de dividendes par *Caremark* est sous forme de cash ordinaire.

**Table 6.** Détails sur les dividendes de *Caremark* avant la fusion

<i>Jour de déclaration</i>	<i>Jour ex-dividende</i>	<i>Jour de paiement</i>	<i>Dividende par action</i>	<i>Type de versement</i>	<i>Cours boursier</i>	<i>Bénéfice par action</i>	<i>Rendement en dividende</i>	<i>Ratio de distribution</i>
01/11/06	Date d'annonce							
17/08/06	29/09/06	16/10/06	0.1	Cash ordinaire	56.67	0.68	0.0017	0.1470
04/05/06	30/06/06	17/07/06	0.1	Cash ordinaire	49.87	0.59	0.0020	0.1694
30/01/06	15/02/06	02/03/06	0.0988	Cash ordinaire	49.18	0.52	0.0020	0.19
17/11/05	26/12/05	05/01/06	0.0978	Cash ordinaire	51.79	0.65	0,0018	0.1504
08/09/05	13/09/05	29/10/05	0.0978	Cash ordinaire	49.93	0.52	0.0019	0.1880
09/06/05	25/06/05	12/07/05	0.0978	Cash ordinaire	44.52	0.48	0.0021	0.2037
10/03/05	27/03/05	14/04/05	0.0878	Cash ordinaire	39.78	0.44	0.0022	0.1995
21/01/05	09/02/05	15/02/05	0.0878	Cash ordinaire	39.43	0.46	0.0022	0.1908
04/09/05	19/10/05	24/11/04	0.0878	Cash ordinaire	32.07	0.38	0.0027	0.2310
04/07/04	29/07/04	15/08/04	0.0788	Cash ordinaire	32.94	0.30	0.0023	0.2626
05/04/04	01/05/04	15/05/04	0.0788	Cash ordinaire	33.25	0.30	0.0023	0.2626
24/01/04	09/02/04	25/02/04	0.788	Cash ordinaire	25.33	0.32	0.0031	0.2462
14/12/03	29/12/03	04/01/04	0.0790	Cash ordinaire	22.60	0.30	0.0034	0.2633

*Source.* Associated Press Report et CRSP-Compustat Merged

La **Table 7** présente les statistiques descriptives des mesures de dividendes de *Caremark*. Le rendement moyen en dividende est de 0.23%. Il est supérieur de 0.9 point de pourcentage par rapport au rendement moyen de *CVS*. Le rendement moyen est presque égal à la médiane. Il est faiblement dispersé (Ecart-type=0.0005). Le ratio de distribution moyen est de 20.8%. Il est quasiment le double du ratio moyen de *CVS*. De plus, il est fortement dispersé par rapport au rendement en dividende, ce qui peut être expliqué par l'instabilité du bénéfice par action.

**Table 7.** Statistiques descriptives des dividendes de *Caremark* avant la fusion

	<i>Moyenne</i>	<i>Médiane</i>	<i>Ecart-type</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>
Rendement en dividende	0.0023	0.0022	0.0005	0.0017	0.0034
Ratio de distribution	0.2080	0.1995	0.0414	0.147	0.2633

Au total, à partir de l'analyse univariée des deux politiques, *Caremark* suit une politique de distribution d'un dividende plus élevé et plus stable que celui de l'acquéreur *CVS* sur les trois ans précédant la fusion (voir **Figure 8**). En outre, *Caremark* ajuste mieux son dividende à son bénéfice généré. Ceci explique l'effet de lissage du bénéfice de *Caremark* par une augmentation prudente et réfléchie du dividende. Du côté de *CVS*, la comparaison de l'évolution du dividende par action par rapport au changement du bénéfice par action montre un ajustement plus lent du dividende au bénéfice. Cette différence en termes de degré de distribution, de stabilité et de qualité d'ajustement entre les deux firmes soulève certaines questions sur ce que va être la politique de dividendes post-fusion de l'entité combinée. *CVS* va-t-elle maintenir le même comportement de paiement de dividendes après la fusion, ou va-t-elle essayer de développer sa politique pour s'ajuster à celle de *Caremark* ?

### 6.3. Politique de dividendes post-fusion de *CVS Caremark*

*« Nous croyons que le paiement de dividendes et les programmes de rachat d'actions vont augmenter la valeur déjà importante qui sera créée par notre fusion et démontrera notre engagement ferme à mener à bien cette transaction »*, a déclaré *Mac Crawford*, PDG de *Caremark*. *« Notre chemin parcouru à travers le processus de fusion nous a rendu plus enthousiastes sur les avantages stratégiques du rapprochement et sur la flexibilité financière supplémentaire que notre partenariat va créer »*, a annoncé *Tom Ryan*, président de *CVS Corporation*.

En lisant de telles déclarations, on peut croire que les équipes de direction des deux parties fusionnées s'engagent à mettre en place à *posteriori* les différentes mesures susceptibles de créer de la richesse aussi bien pour les actionnaires de l'acquéreur que pour ceux de la cible. Néanmoins, entre la déclaration au moment de la transaction et la réaction post-fusion effective peut y avoir une divergence surtout si la création de valeur attendue ne sera pas au rendez-vous et ne permettra pas au acquéreur d'assurer le bon partage de richesse entre les parties prenantes. L'ajustement post-fusion de la politique de dividendes de *CVS* peut être une préoccupation essentielle pour l'entité combinée surtout qu'on est en présence d'un degré faible de similitude entre les deux politiques de dividendes pré-fusion. En effet, cette confrontation entre deux politiques de dividendes distinctes lors du rapprochement *CVS-Caremark* peut entraîner une dépréciation du titre de l'entité combinée suite au retrait des actionnaires de *Caremark* non satisfaits de la

stratégie de distribution adoptée par le groupe fusionné. Par conséquent, *CVS* doit être en mesure de mettre en œuvre les déclarations de *Mac Crawford* qui promet des programmes de distribution, soit en dividendes ou en rachat, importants. Mais comment les actionnaires de *Caremark* peuvent-ils s'assurer, au moment de l'accord de la fusion, que la direction de *CVS* va tenir ses promesses après la fusion ? Vraisemblablement, la description des intérêts et des rapports des dirigeants de chaque firme impliquée est énoncée dans la déclaration de procuration déposée auprès du *SEC* en Mars 2006. Conjointement aux actes juridiques et réglementaires qui peuvent rassurer les actionnaires et doter les engagements annoncés d'une certaine légitimité, les firmes contractantes doivent parfois communiquer des signaux qui corroborent les déclarations faites et les engagements lancés. Dans le cas de *CVS Caremark*, peut-on interpréter le fait de distribuer un dividende spécial en espèces juste après la transaction comme un signe de volonté de l'acquéreur à adopter ultérieurement une politique de dividendes plus agressive exauçant les actionnaires de *Caremark*. L'étude ci-dessous de la politique de dividendes de *CVS Caremark* après la fusion sera l'élément de réponse à ce questionnement.

L'étude de la politique de dividendes de *CVS* après l'acquisition à partir de la **Table 8** montre clairement un accroissement du montant de dividende par action entre le début de 2007 et le début de 2010. En effet, le dividende par action a plus que doublé en passant de 0.0388 dollar par action juste après l'annonce à 0.0875 dollar trois ans plus tard. Malgré la volatilité du cours entre 2007 et 2010, les rendements en dividende trimestriels suivent une courbe ascendante pour atteindre 0.23% en 2010, ce qui correspond au niveau du rendement moyen en dividende observé chez *Caremark* avant la fusion. Le bénéfice par action est très volatile sur cette même période. Le montant du dividende par action révèle ainsi la volonté de *CVS Caremark* à neutraliser la variation du bénéfice par un dividende plus stable et en hausse progressive. Tout de même, le ratio de distribution trimestriel reste volatile et difficilement interprété malgré l'effet de lissage par le dividende face à la forte dispersion du bénéfice. Pourtant, les valeurs des ratios de distribution restent globalement plus importantes qu'avant la fusion.

**Table 8.** Détails sur les dividendes de l'entité combinée CVS-Caremark

<i>Jour de déclaration</i>	<i>Jour ex-dividende</i>	<i>Jour de paiement</i>	<i>Dividende par action</i>	<i>Type de versement</i>	<i>Cours boursier</i>	<i>Bénéfice par action</i>	<i>Rendement en dividende</i>	<i>Ratio de distribution</i>
10/03/10	21/04/10	04/05/10	0.0875	Cash ordinaire	36.56	0.56	0.0023	0.1562
12/01/10	20/01/10	02/02/10	0.0763	Cash ordinaire	32.21	0.75	0.0023	0.1017
18/09/09	20/10/09	03/11/09	0.0763	Cash ordinaire	35.74	0.71	0.0021	0.1074
08/07/09	21/07/09	03/08/09	0.0763	Cash ordinaire	31.87	0.61	0.0023	0.1250
03/04/09	20/04/09	04/05/09	0.0763	Cash ordinaire	27.49	0.51	0.0027	0.1496
13/01/09	21/01/09	03/02/09	0.069	Cash ordinaire	28.74	0.66	0.0024	0.1045
24/09/08	17/10/08	03/11/08	0.069	Cash ordinaire	33.66	0.51	0.0020	0.1352
09/07/08	17/07/08	01/08/08	0.06	Cash ordinaire	39.57	0.54	0.0015	0.1111
05/03/08	17/04/08	02/05/08	0.06	Cash ordinaire	40.51	0.52	0.0014	0.1153
09/01/08	17/01/08	01/02/08	0.06	Cash ordinaire	39.75	0.56	0.0015	0.1071
26/09/07	18/10/07	02/11/07	0.06	Cash ordinaire	39.63	0.47	0.0015	0.1276
11/07/2007	19/07/07	03/08/07	0.06	Cash ordinaire	36.45	0.48	0.0016	0.1250
21/03/2007	20/04/07	04/05/07	0.0488	Cash ordinaire	34.14	0.45	0.0014	0.1084
10/01/07	18/01/07	02/02/07	0.0388	Cash ordinaire	30.91	0.50	0.0012	0.0776
01/11/06	Date d'annonce							

*Source. Rapports annuels, cvscaemark.com et CRSP-Compustat Merged*

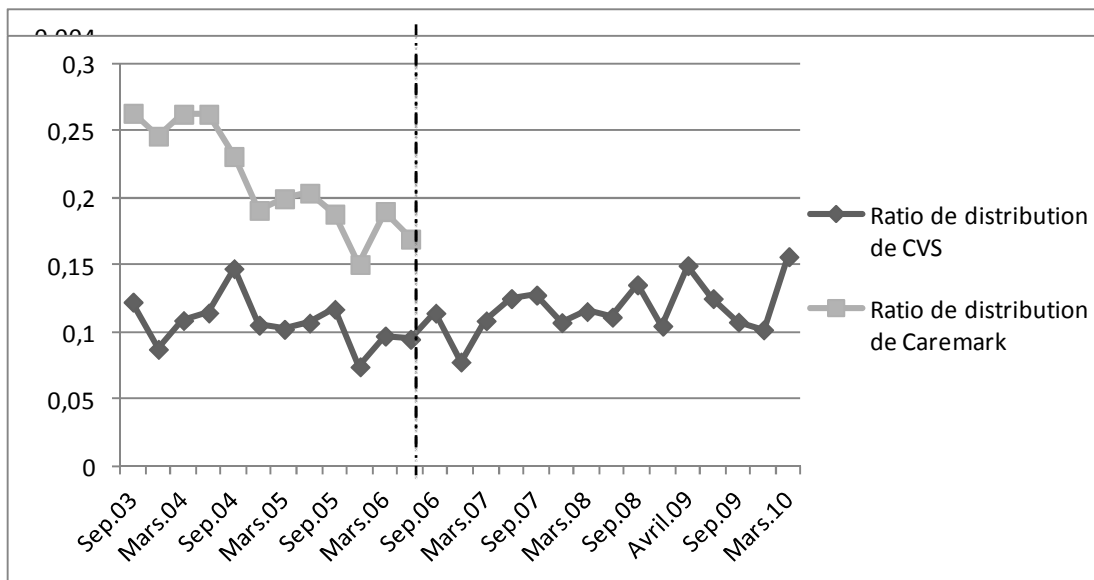
La **Table 9** expose les statistiques descriptives du rendement en dividende et du ratio de distribution de *CVS Caremark* à partir des séries trimestrielles présentées par la table précédente. Le rendement moyen en dividende de *CVS Caremark* s'est élevé à 0.20% après un taux moyen de 0.14% avant la fusion. Par cette augmentation, le rendement de la firme combinée s'est approché du rendement en dividende antérieur de la cible (**Figure 8**).

**Table 9.** Statistiques descriptives des dividendes de CVS-Caremark

	<i>Moyenne</i>	<i>Médiane</i>	<i>Ecart-type</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>
Rendement en dividende	0.0020	0.0018	0.0004	0.0012	0.0027
Ratio de distribution	0.1200	0.1132	0.0203	0.0776	0.1562

Le ratio de distribution moyen a également augmenté, mais légèrement. Contrairement au rendement en dividende, la comparaison entre le ratio de distribution de *Caremark* avant la fusion (20.8%) et celui de *CVS Caremark* (12%) révèle moins la convergence de la politique de dividendes de l'entité combinée vers celle de la cible (**Figure 8**). Pourtant, la tendance d'évolution des deux mesures s'accorde sur un ajustement de la politique de paiement de dividendes de l'entité combinée dans le sens de la politique préalablement adoptée par *Caremark*. De la sorte, *CVS Caremark* s'est même approché de la politique de dividendes du leader du secteur *Walgreen Co* (en se basant sur le rendement en dividende), et s'est classé au deuxième rang sur les neuf compagnies du même secteur.

**Figure 8.** Mesures de dividendes des firmes fusionnées autour de la fusion



L'authenticité de CVS dans le respect de ses engagements peut expliquer la recommandation préliminaire à l'unanimité par les actionnaires de *Caremark* et leur négociation inoffensive de la prime de fusion, et ceci malgré la concurrence acharnée imposée par *Express Scripts*. La majorité des actionnaires de *Caremark* ont été exprimés en faveur de CVS par conscience de la valeur supplémentaire qu'apportera cette combinaison pour *Caremark* et de la rémunération attendue attestée par le plan de dividendes spéciaux lancé juste après l'annonce. L'ajustement post-fusion projeté de la politique de dividendes traduit-t-il les accords préalables issus d'une négociation inoffensive des termes de la fusion? Peut-être ce n'est pas le fait de projeter une politique de dividendes plus élevée qui a pacifié la négociation, mais plutôt l'annonce de postes lucratifs pour les acteurs de *Caremark* dans l'entité combinée. Cet article, paru au *Business Wire* le 23 Janvier 2007, justifie cette réflexion.

*« Le conseil d'administration de Caremark n'a jamais essayé de négocier une prime avec CVS. L'opération aura assignée à de nombreux administrateurs et dirigeants des postes lucratifs dans l'entreprise combinée, tout en les exemptant d'une éventuelle responsabilité civile résultant de l'anti-datage des stock-options ».*

En dehors du cas CVS *Caremark*, pouvons-nous supposer une relation entre la valeur intrinsèque de la prime de fusion et l'ajustement post-fusion de la politique de dividendes de l'acquéreur? Y-a-t-il d'autres facteurs qui peuvent influencer la probabilité de changement de la politique de dividendes post-fusion? Et quels sont les autres effets de la différence entre les politiques de dividendes des firmes fusionnées sur la réalisation de l'opération ainsi que sur ses différents termes transactionnels ? Dans un cadre d'analyse empirique sur le marché américain, notre objectif sera de vérifier l'impact effectif des opérations de fusions/acquisitions sur la conception de la politique de dividendes par les firmes en réponse au choc de clientèle survenu, ainsi que les autres éléments qui peuvent interagir avec cet effet.



## Conclusion du chapitre

Granlund (2003) a mis en évidence que des objectifs ambigus, des conflits culturels, des conséquences non préméditées et des individualités dominantes jouent un rôle crucial dans l'évolution du processus de fusion-acquisition entre les firmes. Les recherches montrent que le frottement entre deux structures différentes peut être source de difficultés potentielles qu'il va falloir résoudre lors de la transaction afin d'aboutir au rapprochement et aussi dans le cadre de la phase post-acquisition. Nous pouvons inclure à ces frottements les phénomènes de confrontation des politiques de dividendes des firmes fusionnées. La politique de dividendes post-fusion de l'entité combinée sera donc énigmatique dans le sens où l'acquéreur pourra être confronté à deux actionnariats à demandes distinctes pour le dividende. Sur la base de l'effet de clientèle de Black et Scholes (1974), l'entité combinée sera disposée à établir une politique de dividendes qui s'aligne à la fois au type de clientèle de la firme acquéreuse et à celui de la cible, faute de quoi, un grand nombre d'actionnaires de la cible sont susceptibles de quitter la firme en liquidant leurs parts après la réalisation de l'opération. La destruction de la valeur de l'action de l'acquéreur qui résulte de la vente des activités de la cible pourra nuire à l'avenir de l'entité combinée. Par conséquent, l'étude de la politique de dividendes post-fusion suscite l'intérêt d'autant plus que son ajustement entre dans le cadre des procédures d'intégration de la phase post-acquisition souvent indispensables à la réussite de la fusion.

Dans ce chapitre, nous avons également évoqué l'intérêt d'examiner l'apport informationnel de la politique de dividendes dans le contexte des fusions-acquisitions. En effet, étant donné que les fusions-acquisitions se déroulent généralement dans un environnement d'incertitude et d'asymétrie informationnelle entre l'acquéreur, la cible et les investisseurs sur le marché, les politiques de dividendes des firmes impliquées peuvent contribuer à réduire l'évaluation incorrecte des parties et éclairer ainsi leur décisions, et cela à travers leur apport informationnel démontré dans la littérature par John et Williams (1985), et Miller et Rock (1985), entre autres. Un troisième point a été envisagé sur le comportement de la firme cible pouvant dévier entre la résistance et l'inertie face à la différence des politiques de dividendes des firmes fusionnées. L'étude de l'attitude de la cible dans ce cadre est importante vu que la divergence des intérêts

entre les firmes fusionnées peut causer l'opposition de la cible qui va directement se répercuter sur la réalisation ou l'annulation de l'opération.

Avant de vérifier empiriquement les liens concevables entre les politiques de dividendes et les fusions-acquisitions, nous avons établi un examen d'un cas de fusion en actions entre deux firmes américaines *CVS* et *Caremark* appartenant au secteur pharmaceutique, et qui s'est déroulée en fin de 2006. L'analyse des firmes a montré que les deux firmes adoptaient des politiques de dividendes différentes, mais cela n'a pas empêché la réalisation effective de l'opération. Cependant, nous avons observé une hausse dans la politique de dividendes post-fusion de l'acquéreur dans le sens de la politique de dividendes suivie par la firme cible avant le rapprochement. Cette illustration nous a vraisemblablement aidés à supposer d'éventuels apports de la politique de dividendes dans un contexte général de fusions-acquisitions. Nous étudions dans les trois prochains chapitres l'impact de la politique de dividendes sur la décision de fusion-acquisition aux Etats-Unis en se référant aux différentes approches théoriques précédemment exposées..

## CHAPITRE 2. POLITIQUE DE DIVIDENDES POST-FUSION ET PRIME DE FUSION

## Introduction du chapitre

Les activités de fusions-acquisitions ont longtemps été un sujet de recherche important en finance d'entreprise. En revanche, il y a divers débats sur le processus de fusions-acquisitions que nous n'avons pas encore élucidés, y compris la politique de dividendes post-fusion de l'entité combinée. La littérature existante s'est essentiellement concentrée sur la politique de dividendes de l'entreprise en général, mais ne teste pas les mêmes effets sur la politique de dividendes de l'entreprise acquéreuse. Après tout, l'entreprise acquéreuse est plus prudente dans la formulation d'une politique de dividendes qui s'aligne avec la stratégie managériale et opérationnelle combinée. La présente étude examine comment les entreprises engagées dans des fusions-acquisitions formulent leurs politiques de dividendes avant et après le rapprochement et les interactions qui en découlent. En effet, une compréhension de la façon dont l'entreprise acquéreuse peut être influencée par la politique de dividendes de la firme cible est essentielle pour le management de la firme combinée.

Dans la mesure où le niveau de distribution post-fusion devrait refléter le niveau des bénéfices générés par les actifs combinés des deux firmes, nous pouvons penser, selon l'idée de gérer la politique de dividendes en fonction d'un ratio cible, recommandé par Lintner (1956) et Fama et French (1997), que la politique de dividendes après la fusion peut également se référer à une autre valeur cible qui est le ratio de distribution existant de la société absorbée. Le lien possible entre le changement post-fusion de la politique de dividendes de l'acquéreur et la politique de dividendes pré-fusion de la cible peut être, en effet, indirecte, c'est-à-dire que la combinaison de deux structures différentes serait un facteur de restructuration de la politique de dividendes de la firme combinée, ou direct lorsque la politique de dividendes de la cible avant l'opération joue un rôle directif de l'ajustement *ex post* de la politique de dividendes de l'entité combinée. Le lien direct implique la gestion de l'affrontement entre deux populations actionnariales ayant des demandes de dividendes différentes. Black et Scholes (1974) font valoir, selon l'effet de clientèle des dividendes, que la politique de dividendes de la société reflète les préférences de ses actionnaires. Ils expliquent que si l'entreprise peut toujours choisir sa politique de dividendes, elle l'ajustera en fonction du niveau du rendement en dividende le plus demandé, jusqu'à ce qu'un équilibre soit atteint sur le marché où aucune entreprise ne peut influencer sa valeur en changeant sa politique de dividendes.

L'objectif de cette étude est de vérifier si les opérations de fusions-acquisitions peuvent perturber cet équilibre en provoquant une confrontation entre deux clientèles de dividendes différentes. Ainsi, nous formulons notre question de recherche: y a-t-il un changement post-fusion dans la politique de dividendes de l'acquéreur influencé par la politique de dividendes de la firme cible ? Cette question fait appel à l'illustration *CVS - Caremark* analysée précédemment (chap. 1, sect. 3, paragr. 6) qui a témoigné de l'existence d'un changement de la politique de dividendes *ex post* de l'acquéreur *CVS* dans le sens de la politique de dividendes *ex ante* de la cible *Caremark*. En effet, le pouvoir explicatif de la politique de dividendes de la cible sur le changement éventuel de la politique de dividendes post-fusion de l'acquéreur n'est pas improbable, en particulier dans le cas des offres en actions, puisque la satisfaction des actionnaires de la cible et l'endurance contre le risque de dilution causé par un retrait en bloc des actionnaires de la cible peuvent être des facteurs menant à la réussite de la fusion.

Les autres aspects de cette étude traitent le rôle de la prime payée et la façon dont la différence entre les politiques de dividendes des entreprises fusionnées affecte sa valeur. Selon la théorie de résistance de la cible, les actionnaires de la cible peuvent résister à des propositions de rachat si la prime offerte n'est pas assez élevée. Cette résistance peut révéler des informations sur d'autres opportunités futures d'acquisition (Bradley et al., 1983), des possibilités d'occuper un poste dans la firme combinée par les actionnaires salariés de la cible (Chaplinsky et Niehaus, 1994), ou des bénéfices privés pourront être tirés par les actionnaires de la cible (Varaiya, 1987; Bebchuk, 1994). Outre ces bénéfices, nous considérons, dans cette étude, le(a) gain/perte futur(e) en termes de dividendes pouvant être reçu (subie) par les actionnaires de la cible après la fusion. Dans les fusions en actions, l'actionnaire de la cible peut bénéficier *ex post* du dividende plus important de l'acquéreur. Au contraire, en cas d'offre en cash, il peut être privé du dividende futur de l'acquéreur. De la sorte, le management de la cible va tenter de s'opposer à l'offre jusqu'à ce qu'il obtienne une prime plus élevée qui compense le manque à gagner futur. A notre connaissance, il n'existe pas de recherches antérieures qui traitent la différence entre les politiques de dividendes des entreprises fusionnées pour tester la valeur de la prime de fusion. Dans ce chapitre, nous cherchons à déterminer si une relation entre la différence entre les politiques de dividendes des firmes fusionnées et la prime de fusion est plausible lorsqu'on examine les fusions-acquisitions américaines sur les trois dernières décennies.

## **Section 1. Effet de clientèle, politique de dividendes post-fusion et prime de fusion**

Cette section part de la théorie de l'effet de clientèle dans l'objectif de le projeter dans le contexte des fusions-acquisitions, et mettre en exergue les chocs de politiques de dividendes qui peuvent découler des rapprochements. De plus, elle présente la littérature sur le comportement de la cible, et part de l'effet de compensation de Harrison et al. (2000) pour montrer éventuellement l'interaction entre la prime versée et la différence entre les politiques de dividendes des firmes fusionnées.

### **1. Effet de clientèle et politique de dividendes post-fusion**

Le changement de la politique de dividendes de l'entreprise trouve ses origines dans le changement de sa clientèle à l'issue des bouleversements sur le marché qui imposent des mesures d'ajustement afin d'empêcher la dépréciation de la valeur de la firme. Ces troubles incluent notamment ceux provenant des opérations de fusions-acquisitions. Lorsque le rapprochement est effectué, en tout ou en partie, par des titres, il peut entraîner une confrontation entre deux types de clientèle distincts. Ceci rend l'acquéreur préoccupé par l'éventuel départ des actionnaires de la cible et la liquidation de leurs positions après l'achèvement de la fusion. Ainsi, et afin d'augmenter le degré d'inertie des actionnaires de la cible, l'acquéreur aurait tendance à réconcilier les deux politiques à travers l'ajustement post-fusion de sa politique de dividendes.

Selon la littérature sur l'effet de clientèle, des politiques de dividendes différentes font appel à des catégories d'investisseurs distinctes (Elton et Gruber, 1970; Black et Scholes, 1974; Kalay, 1982; Scholz, 1992; Allen et al., 2000). Certains investisseurs préfèrent recevoir la rémunération des entreprises sous forme de dividendes, tandis que d'autres préfèrent la recevoir sous forme de gains en capital. Dans les fusions à base d'actions, les actionnaires des deux sociétés peuvent être incités à liquider leurs avoirs si la politique de dividendes de l'entreprise survivante ne correspond plus à leurs attentes. Black et Scholes (1974) reconnaissent l'existence de l'effet de clientèle des dividendes. Ils affirment que les entreprises, ayant conscience qu'elles ont des investisseurs pour chaque niveau de rendement en dividende, seraient prêtes à ajuster leurs politiques de dividendes afin de satisfaire chaque demande. Ils notent que certains types

d'investisseurs préfèrent un dividende à rendement élevé, tandis que d'autres préfèrent un ratio dividende/prix faible. Le premier groupe comprend les entreprises qui supportent des taxes plus élevées sur les plus-values que sur les dividendes, et le second type comporte les investisseurs qui endurent une imposition plus élevée sur les dividendes.

Outre l'effet de clientèle suggéré par Black et Scholes (1974), la théorie du *catering* peut également apporter un argument au heurt des politiques de dividendes des entreprises fusionnées. Le principe selon cette théorie est que la décision de verser du dividende est généralement dictée par la demande de l'actionnaire qui est elle-même dictée par son sentiment et sa perception du dividende. Le manager pourvoit donc à son besoin en payant du dividende à l'actionnaire qui en demande. Baker et Wurgler (2004) montrent que les investisseurs sont mal informés et ont une demande de dividendes variable dans le temps : le manager paie du dividende lorsque les investisseurs placent des prix plus élevés sur les payeurs, mais il l'évite quand les investisseurs préfèrent les non-payeurs. Contrairement à Black et Scholes (1974), leurs résultats suggèrent que le dividende est pertinent à la détermination de la valeur de l'action, mais dans des périodes et des directions différentes.

La différence entre les politiques de dividendes des firmes fusionnées pourrait faire changer l'attitude du management de la cible entre l'adhésion et l'opposition à l'offre. Walking et Long (1984) montrent que selon l'hypothèse de l'amélioration de la richesse des actionnaires, le management de la cible qui s'oppose aux offres de rachat défend les intérêts de ses actionnaires. D'autre part, Baker *et al.* (2007) désignent l'attitude d'inertie des actionnaires de la cible par le comportement à moindre résistance. Ils constatent que le rendement de l'acquéreur est plus faible lorsque cette inertie est faible. De la sorte et selon Baker *et al.* (2007), une similitude dans les politiques de dividendes entre l'acquéreur et la cible augmente l'inertie, tandis que la dissemblance diminue l'inertie, toute chose étant égale par ailleurs. Sur la base de l'hypothèse de clientèle, les actionnaires non-passifs de la cible, qui ne préfèrent pas la politique de dividendes de l'acquéreur, peuvent vendre leurs positions à n'importe quel moment de la date d'annonce jusqu'à l'accomplissement de la fusion, ce qui peut avoir des effets redoutables sur le cours de l'action de la cible. Ainsi, le management de la cible aurait intérêt à être plus contraignant à l'offre dans l'espoir de garantir un arrangement post-fusion ou bien d'être compensé autrement au moment de la transaction.

## 2. Prime de fusion et dividende *ex post* de l'actionnaire de la cible

Cette étude examine une deuxième question de recherche centrée sur le rôle de la prime de fusion dans la compensation de la différence entre les politiques de dividendes des firmes fusionnées. Compte tenu de l'absence d'études traitant cette relation, les études empiriques sur les déterminants de la prime de fusion peuvent être explorées afin d'identifier des arguments plausibles à l'existence d'un lien significatif entre la prime et la différence dans les politiques de dividendes des entreprises fusionnées.

Plusieurs travaux ont analysé les facteurs motivant la prime de fusion, et ont présenté des modèles de prime qui utilisent notamment le type de fusion, le « *toehold* », le mode de paiement ainsi que des variables relatives aux caractéristiques des entreprises fusionnées, comme éléments explicatifs de la valeur de la prime. Comment et Schwert (1995) constatent que les primes de rachat sont plus élevées lorsque la cible est soutenue par une position de négociation forte. Schwert (2000) conclut que la probabilité d'observer une résistance à l'offre de la part de la cible est positivement corrélée avec des mesures qui reflètent son pouvoir de négociation. D'autre part, Walking et Edmister (1985) indiquent que la taille de la prime diminue avec le pouvoir de négociation de l'acquéreur. De la sorte, l'écart dans la distribution de dividendes entre les entreprises fusionnées peut affaiblir le pouvoir de négociation de l'offreur, et donc le conduire à augmenter la prime afin d'atténuer la résistance de la cible. En effet, selon l'hypothèse de l'amélioration de la richesse des actionnaires, Stulz (1988) et Schwert (2000) suggèrent que la résistance de la cible est une étape tactique pour améliorer le bien-être des actionnaires de la cible par le biais soit de la contrainte d'une offre plus élevée de l'offrant ou par des termes de l'offre permettant plus de bénéfices pour les actionnaires de la cible. Bates et Becher (2011) constatent que la probabilité de résister à une offre initiale est une fonction croissante de la qualité de la prime de fusion. Bates et al. (2008) montrent que la résistance de la cible sous l'hypothèse de l'amélioration de la richesse des actionnaires, peut conduire à une amélioration de la des bénéfices des actionnaires de la cible. Comme étant un de ces revenus, le dividende futur de l'acquéreur après la fusion peut ainsi être un des déterminants de la prime de fusion, c'est-à-dire que la différence entre le dividende existant de l'acquéreur et celui de la cible pourrait éventuellement affecter la valeur de la prime à verser : elle



augmenterait avec une différence au détriment de l'actionnaire de la cible, et diminuerait avec une différence à son faveur. Ceci accorderait un rôle de compensation à la prime de fusion.

L'effet de compensation dans le contexte des fusions-acquisitions a été examiné par l'étude d'Harrison et al. (2000). Ils ont traité les interrelations de compensation « *countervailing effect* » entre la stratégie d'acquisition et l'intégration post-fusion. Ils montrent que l'effet de complémentarité entre la stratégie de rapprochement et l'intégration post-fusion est plus important dans le cas des rapprochements horizontaux. Cette horizontalité est susceptible de conduire à une synergie plus importante. Néanmoins, les effets positifs de cette synergie risquent d'être contrebalancés par l'effet de la résistance de la cible, ce qui peut conduire à l'augmentation de la prime. L'existence d'une synergie rend les entreprises plus profitables, et comme la cyclicité des dividendes suit généralement le rythme des gains (Lintner, 1956), les bénéfices obtenus après la fusion peuvent contribuer à accroître le niveau de distribution de dividendes post-fusion. Néanmoins, la valeur créée par la fusion est principalement destinée aux actionnaires de l'acquéreur qui contrôleront la société combinée. C'est pourquoi l'acquéreur est disposé à payer la cible au-delà de sa valeur réelle sous forme d'une prime plus élevée. Bradley et al. (1988) définissent les gains de synergie par la somme des revenus générés par l'acquéreur et les actionnaires de la cible. Cette définition suppose que le dividende reçu par les actionnaires après la fusion pourrait contribuer à préserver la loi de partage de gains spécifiée au préalable lors de la transaction. Par conséquent, la politique de dividendes post-fusion pourrait compléter le rôle des éléments de l'opération tels que la prime à assurer l'allocation convenable de la valeur créée entre les parties impliquées.

Varaiya (1987) et Crawford et Lechner (1996) notent que le prix offert par la firme acquéreuse devrait être une fonction à la fois de la valeur sous-jacente de l'entreprise cible ainsi que le potentiel de gains que l'acquéreur s'attend à obtenir après l'opération. Par conséquent, n'importe quel facteur qui pourra augmenter ces gains devrait également augmenter la prime de fusion ou bien des éléments post-fusion qui peuvent, au lieu de la prime, rémunérer *ex post* les actionnaires de la cible. Face à ces différents arguments, notre travail à partir d'une deuxième question de recherche est de suggérer un rôle de compensation à la prime de fusion du moment où sa valeur dépendrait de la variation du revenu *ex post* de l'actionnaire de la cible en termes de dividendes.

## Section 2. Hypothèses, échantillon et méthodologie

Cette section fait le lien entre nos fondements théoriques et l'essai de construction de nos hypothèses, notre échantillon de base et notre démarche méthodologique. Elle propose, en premier lieu, une formulation des hypothèses à tester. Elle présente ensuite la procédure de constitution de l'échantillon ainsi que sa description. Elle explique, enfin, la méthodologie à suivre dans la mesure et l'évaluation des politiques de dividendes des firmes fusionnées.

### 1. Formulation des hypothèses

Nous testons deux hypothèses dans cette première étude empirique. La première suggère que l'entreprise acquéreuse ajuste sa politique de dividendes après la fusion à la politique de dividendes existante de la cible. En se basant sur les apports théoriques détaillés dans la section précédente, nous croyons que la politique de dividendes post-fusion de la firme acquéreuse est significativement liée à sa politique de dividendes avant l'annonce comme le prétendent Lintner (1956) et Fama et French (1997). De plus, en se basant sur l'effet de clientèle, nous supposons que la firme acquéreuse ajuste sa politique de dividendes après la fusion à la politique de dividendes de la cible observée avant la fusion. De la sorte, le management de l'entreprise combinée devrait considérer à la fois la politique de dividendes antérieure de l'acquéreur et celle de la cible au moment de décider de son dividende à verser. Nous posons donc l'hypothèse qu'il existe une relation positive entre la politique de dividendes de la cible avant la fusion et la politique de dividendes post-fusion de l'entreprise combinée.

***H1: L'acquéreur ajuste sa politique de dividendes après la fusion à la politique de dividendes de la cible.***

Il importe pour tester cette hypothèse de distinguer entre les opérations en actions et les opérations en cash. Selon l'effet de clientèle, l'intérêt porté par la firme combinée au type de clientèle auquel appartient l'actionnaire de la cible nécessite que celui-ci fasse partie de l'actionnariat du groupe. C'est vraisemblablement le cas si les actionnaires de la cible acceptent d'échanger leurs actions pour recevoir celles de l'acquéreur. Il s'agit

dans ce cas des opérations réglées par titres. Si l'opération est purement financée par des liquidités, l'actionnariat de l'entité combinée sera composé uniquement par les actionnaires existants de la firme initiatrice.

*H1a: L'acquéreur en titres présente un meilleur ajustement de sa politique de dividendes post-fusion à la politique de dividendes de la cible, par rapport à l'acquéreur en cash.*

Notre seconde hypothèse stipule que l'acquéreur est conscient d'une possible déclinaison de son offre lorsque sa politique de dividendes est dommageable pour les actionnaires de la cible, et tient compte de ceci lors de l'annonce de la prime de fusion. La prime versée pourrait donc compenser la perte subie par l'actionnaire de la cible qui résulte de la différence entre les politiques de dividendes des firmes fusionnées.

***H2: Un lien de compensation existe entre la prime de fusion et la différence entre les politiques de dividendes des firmes fusionnées.***

Il importe également pour cette hypothèse de différencier entre les opérations étudiées selon qu'elles soient réglées par titres ou par cash. En effet, le lien de compensation n'est pas le même pour les deux types d'opération. Dans le cas d'un rapprochement par échange d'actions, la prime pourrait jouer un rôle de compensation lorsque l'acquéreur ayant une politique de dividendes plus faible tend à dédommager l'actionnaire de la cible d'une future perte de dividende. Dans le cas d'une opération réglée par des liquidités, la prime pourrait compenser l'actionnaire de la cible d'un manque à gagner après avoir vendu son titre au lieu de l'échanger contre un titre à plus haut dividende.

*H2a: L'acquéreur ayant une politique de dividendes plus faible que la cible propose une prime de fusion plus forte, s'il paie son acquisition en titres, afin de compenser la perte de dividende subie par l'actionnaire de la cible.*

*H2b: L'acquéreur avec une politique de dividendes plus élevée que la cible propose une prime de fusion plus forte, s'il paie son acquisition en numéraire, afin de compenser le coût d'opportunité subi par l'actionnaire de la cible.*

## 2. Construction de l'échantillon

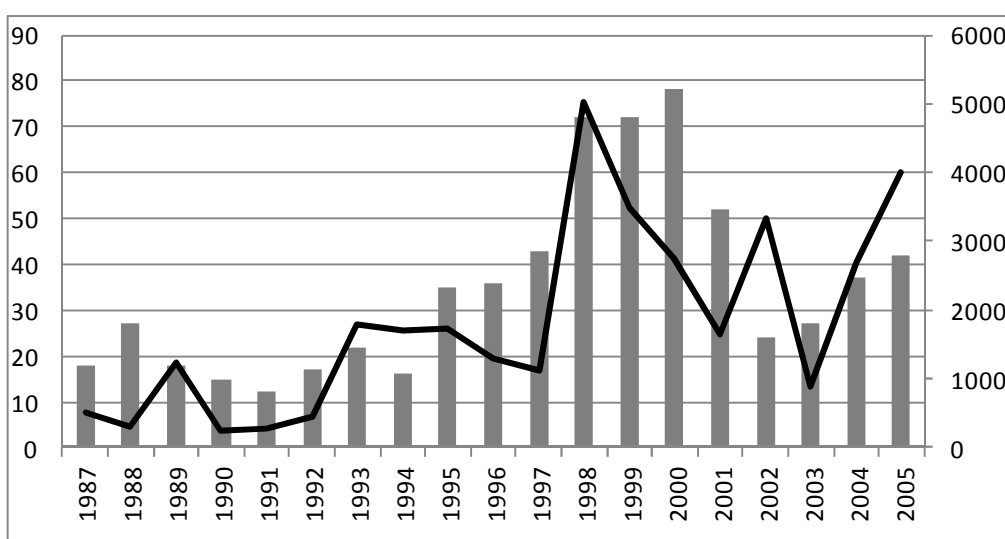
Notre échantillon d'acquisitions couvre les opérations annoncées entre 1987 et 2005. Il est extrait de la base *SDC (Securities Data Company Platinum)* disponible au laboratoire de recherche *LSMRC*. Etant donné que les données requises pour l'étude de la politique de dividendes post-fusion s'étendent sur une période de cinq ans après la date d'annonce, nous ne pourrions pas analyser les opérations annoncées après 2005. Nous identifions 4897 opérations réalisées qui répondent aux critères suivants: (1) l'acquéreur et la cible sont des entreprises américaines cotées puisque les données sur les dividendes ne sont disponibles que pour les entreprises cotées. (2) La valeur de la transaction doit être supérieure à 1 million de dollar, et (3) le pourcentage d'actions acquises de la cible est supérieur à 50%. Nous exigeons également que (i) le cours boursier, le bénéfice par action et le dividende par action soient disponibles dans la base de données *CRSP-Compustat Merged* pour les acquéreurs et les cibles (ii) la prime de fusion en pourcentage (calculée en utilisant le cours boursier de la cible quatre semaines avant la date d'annonce), et (iii) autres données comptables des firmes fusionnées soient disponibles dans la base de données *SDC*. Ces restrictions aboutissent à un échantillon final de 663 opérations regroupées en deux sous-échantillons. La **Table 10** présente la procédure d'échantillonnage à partir des critères imposés.

**Table 10.** Procédure de sélection de l'échantillon

<i>Critères de sélection</i>	<i>Nombre d'opérations restantes</i>	<i>Valeur moyenne des opérations (\$mil)</i>
Opérations de F&As achevées, entre des firmes américaines cotées: Janvier 1987 - Décembre 2005.	10 903	-
<i>Après avoir retiré les opérations dont:</i>		
.Valeur de l'opération < 1Mil\$.	9 425	595
%. des titres acquis lors de l'opération < 50%.	4 897	985
<i>Après avoir retiré les firmes en manque de:</i>		
.Numéro permanent au CRSP.	3 129	1142
.Données financières (DPA, BPA et Cours boursier)	1 025	1974
.Données comptables	<b>663</b>	2354

La **Figure 9** présente la distribution annuelle de l'échantillon de fusions-acquisitions. Deux déterminants sont analysés : le nombre d'opérations et la valeur moyenne des transactions. L'échantillon affiche un pic dans le nombre d'opérations entre 1998 et 2000, ce qui s'accorde avec la vague des fusions-acquisitions amicales fin des années '90. La courbe des valeurs moyennes des opérations affiche une tendance similaire, à l'exception de quelques années (1988, 2000 et 2003) qui présentent des chutes dans la valeur moyenne des fusions malgré leur nombre important.

**Figure 9.** Distribution annuelle des opérations de fusions-acquisitions



La **Table 11** adresse la répartition par année des opérations sélectionnées sur la période entre 1987 et 2005. A la différence de la **Figure 9**, cette table affiche le nombre de transactions par année et par mode de paiement. Le sous-échantillon des opérations qui ne sont pas réglées en actions contient des opérations réglées principalement en cash. A l'exception de quelques cas de fusion, la proportion de paiement en titres dans ce groupe est minoritaire. A elles seules, les années 1998, 1999 et 2000 font 34% de l'ensemble des opérations réglées en cash ou mixtes, et 32% des opérations en titres, ce qui montre que la bulle technologique à la fin des années '90 a accéléré aussi bien le volume des transactions payées en cash que celles payées en titres. Le début des années '2000 connaît de faibles proportions dans le nombre d'opérations, particulièrement pour les opérations en titres. En moyenne, la prime de fusion s'avère plus conséquente durant les années '90. Elle commence à baisser à partir de l'année 2003. La répartition des

primes moyennes par mode de paiement met en lumière des primes généralement plus élevées pour les opérations en cash que pour les opérations en titres. Au total, la prime moyenne de l'ensemble des transactions en cash est nettement plus élevée que dans le cas des transactions par échange d'actions.

**Table 11.** Distribution annuelle des opérations et de la prime moyenne par mode de paiement

<i>Année</i>	<i>Nombre d'opérations</i>			<i>Prime moyenne</i>		
	<i>Total</i>	<i>Titres</i>	<i>Cash/mixte</i>	<i>Total</i>	<i>Titres</i>	<i>Cash/mixte</i>
1987	18	8	10	57.83%	38.66%	73.17%
1988	27	4	23	75.59%	66.49%	77.17%
1989	18	5	13	55.91%	81.76%	45.96%
1990	15	5	10	56.55%	53.02%	58.32%
1991	12	6	6	71.43%	58.20%	84.66%
1992	17	7	10	55.17%	56.65%	54.14%
1993	22	8	14	38.11%	34.82%	39.99%
1994	16	6	10	58.90%	23.73%	79.99%
1995	35	18	17	49.92%	45.94%	54.13%
1996	36	15	21	41.53%	54.09%	32.55%
1997	43	18	25	37.28%	36.70%	37.71%
1998	72	26	46	61.75%	55.69%	65.18%
1999	72	16	56	54.82%	54.33%	54.96%
2000	78	26	52	55.45%	54.23%	56.06%
2001	52	17	35	49.46%	50.29%	49.06%
2002	24	4	20	99.83%	30.07%	113.78%
2003	27	8	19	42.46%	46.92%	40.58%
2004	37	7	30	33.19%	19.27%	36.44%
2005	42	6	36	31.35%	43.52%	29.32%
<b>Total</b>	663	210	453	52.39%	48.52%	54.19%

L'analyse sectorielle de l'échantillon est établie par la **Table 12** qui expose la distribution des opérations et de la prime selon la division sectorielle de l'acquéreur. La division C, qui correspond au secteur de « Transformation<sup>58</sup> » et qui rassemble les firmes ayant un code *SIC* (*Standard Industrial Classification*) entre 20 et 39, contient à peu près 50% du nombre total d'acquéreurs dans notre échantillon. Ces acquéreurs

<sup>58</sup> Traduction de l'appellation anglophone attribuée à la classification sectorielle D « *Manufacturing* ».

règlent plus souvent leurs opérations en cash (72%). Une deuxième division omniprésente dans l'échantillon est celle des « Services » (SIC : 70-89) qui touche 16% du total des firmes acquéreuses. Du côté de la prime, on remarque, en moyenne, une forte prime dans le secteur de « Commerce de détail » et celui des « Services ». Pour ces secteurs, cette prime est plus importante dans le cas des transactions payées en cash ou mixtes.

**Table 12.** Distribution sectorielle des opérations et de la prime moyenne par mode de paiement

<i>Secteur de l'acquéreur</i>	<i>Code SIC</i>	<i>Nombre d'opérations</i>			<i>Prime moyenne (%)</i>		
		<i>Total</i>	<i>Titres</i>	<i>Cash/mixte</i>	<i>Total</i>	<i>Titres</i>	<i>Cash/mixte</i>
Exploitation minière	10-14	33	11	22	39.83%	45.74%	36.87%
Construction	15-17	7	0	7	33.61%	-	33.61%
Transformation	20-39	327	90	237	52.42%	52.91%	52.24%
Transports, communications, électricité, gaz et services de santé	40-49	78	28	50	46.36%	32.33%	54.21%
Commerce de gros	50-51	14	2	12	43.46%	37.22%	44.50%
Commerce de détail	52-59	26	7	19	80.57%	47.99%	92.57%
Finance, assurance et immobilier	60-67	70	30	40	40.97%	54.18%	31.07%
Services	70-89	108	42	66	63.47%	47.20%	73.83%
<b>Total</b>	-	663	210	453	52.39%	48.52%	54.19%

### 3. Méthodologie

Dans cette étude, nous construisons nos mesures de distribution en utilisant les données de *CRSP-Compustat Merged* : le dividende par action, le résultat net par action et le cours boursier. Les études antérieures ont toujours utilisé l'une des deux mesures communément reconnues dans l'évaluation des politiques de dividendes, qui sont le rendement en dividende et le ratio de distribution. Ces deux ratios sont couramment utilisés comme des variables approximatives de la politique de dividendes (Voir chap. 1, section 1, paragr. 5). Elles sont susceptibles d'avoir des résultats différents car ils sont

intrinsèquement des variables uniques construites pour mesurer des éléments spécifiques. La plupart des études ont utilisé les deux variables, en partie ou conjointement pour décrire la politique de dividendes. De notre côté, nous allons utiliser conjointement le rendement en dividende et le taux de distribution pour évaluer le niveau de la politique de dividendes. Le rendement en dividende évalue précisément la rémunération des actionnaires en contrepartie de leurs participations au capital de l'entreprise, alors que le ratio de distribution mesure la disposition de l'entreprise à affecter les bénéfices générés à la distribution en dividendes. Néanmoins, avant d'évaluer ces critères, nous déterminons le comportement de paiement de dividendes de la firme sur la période d'étude. En effet, nous distinguons le non-payeur du payeur par le fait que ce dernier doit verser au moins une fois des dividendes à ses actionnaires pendant les cinq ans qui précèdent/suivent l'annonce de la fusion. Enfin, un quatrième indicateur (vitesse d'ajustement) est exploité en vue d'évaluer la qualité de la politique de dividendes de la firme fusionnée, et de modéliser empiriquement son changement dans le temps. En fait, nous nous appuyons sur le modèle d'ajustement partiel de Lintner (1956), qui prend en compte le bénéfice actuel et le dividende précédent afin de comparer les vitesses d'ajustement des dividendes entre les entreprises impliquées.



## Section 3. Analyse empirique

Notre analyse empirique s'effectue en deux étapes. La première partie consiste à une analyse univariée qui expose, tout d'abord, les statistiques descriptives de l'échantillon, et puis elle compare les mesures des politiques de dividendes (paiement de dividende, rendement en dividende, ratio de distribution et vitesse d'ajustement) entre les entreprises fusionnées et autour de l'opération. On opte également pour une comparaison entre les comportements de paiement de dividendes de l'acquéreur et de la cible avant et après la fusion. La seconde étape consiste à effectuer une analyse multivariée basée sur des modèles linéaires à partir de données de panel sur les dividendes, ainsi qu'une analyse de la prime de fusion moyenne en fonction des mesures de différence entre les politiques de dividendes des firmes fusionnées et aux variables de contrôle liées aux détails de l'offre et aux caractéristiques des firmes impliquées.

### 1. Statistiques descriptives

La **Table 13** présente les statistiques descriptives des variables spécifiques à l'opération de fusion-acquisition, à l'acquéreur et à la cible. La définition des variables figure dans l'**Annexe 4**. Panel A de la **Table 13** fournit les statistiques descriptives des variables relatives aux caractéristiques de l'opération. La valeur de la transaction est connue pour être un déterminant de l'envergure de l'opération. Sa valeur moyenne est d'environ 2 354 millions de dollar. La proportion moyenne du règlement en actions représente 45.36%. La proportion déjà acquise de la cible (*Toehold*) est calculée en utilisant les informations disponibles sur la base de données *SDC*. Elle est connue pour affecter la prime de fusion (Eckbo, 2009). Dans notre échantillon, nous notons que le « *toehold* » est rare à l'instar de celui détecté dans la plupart des études antérieures. La prime de fusion est en moyenne égale à 46%. Dans une autre étude, Officer (2003) rapporte une prime moyenne, basée sur le prix de l'offre finale rapporté à la valeur de marché de la cible 43 jours avant l'annonce, de 48.65% dans un échantillon de 2511 acquisitions réussies et échouées entre 1988 et 2000. Laamanen (2007) montre que la base de données de *SDC* sur les F&As comprend, entre 1985 et 1999, 4242 acquisitions pour lesquelles l'information sur la prime de fusion est disponible. Il trouve que les primes

moyennes de 1 jour, 1 semaine et 4 semaines sont de 33.4%, 38.4% et 44% pour l'ensemble de l'échantillon. La compétition semble être moins problématique étant donné que le nombre moyen d'enchérisseurs dans l'échantillon est faible (1.10).

**Table 13.** Statistiques descriptives des acquisitions

	<i>Moyenne</i>	<i>Médiane</i>	<i>Ecart-type</i>	<i>Min.</i>	<i>Max.</i>
<b>Panel A. Caractéristiques de l'opération</b>					
Valeur de l'opération	2 354	365	7 566	1.8	89 168
Prime de fusion	46%	40.8%	29%	0%	100%
Taille relative	0.34	0.15	0.65	0.0002	7.19
% de titres	45.36%	36.3%	45.3%	0%	100%
% déjà détenu	1.08%	0%	4.89%	0%	41%
Nombre d'enchérisseurs	1.10	1	0.37	1	4
Hostilité	0.03	0	0.18	0	1
Horizontalité	0.66	1	0.47	0	1
<b>Panel B. Caractéristiques de l'acquéreur</b>					
Rachat d'actions	0.007	0.005	0.056	-0.914	0.138
Levier d'endettement	2.29	1.26	5.61	-14.42	120.22
Rendement de l'actif	0.15	0.15	0.09	-0.29	0.57
Ratio de liquidité	0.104	0.04	0.138	0.0004	0.796
<b>Panel C. Caractéristiques de la cible</b>					
Rachat d'actions	0.007	0.001	0.033	-0.628	0.331
Levier d'endettement	1.94	1.13	9.92	-20.74	48.4
Rendement de l'actif	0.1	0.12	0.167	-1.39	0.494
Ratio de liquidité	0.137	0.052	0.184	0	1.078

Panels B et C fournissent des informations sur les acquéreurs et les entreprises cibles. Le rachat d'actions, qui est mesuré en normalisant le montant de rachat effectué par rapport à la capitalisation boursière de la firme, est en moyenne faible (0.007), et il est égal pour l'acquéreur et la cible. Selon Fama et French (2001), le rachat d'actions pour l'année  $t$  est défini comme la variation de la valeur des titres de trésorerie (*Common treasury stocks*) entre l'année  $t-1$  et l'année  $t$ . Néanmoins, si l'entreprise utilise la

méthode du retrait des titres<sup>59</sup> pour réaliser ses programmes de rachat, nous remplaçons la variation des titres de trésorerie par le maximum entre zéro et la différence entre les achats et les ventes d'actions ordinaires et privilégiées de l'année  $t$ . Le levier d'endettement de l'acquéreur est en moyenne égal à 2.29, ce qui est supérieur à 1.10 reporté dans Jeon *et al.* (2010) pour toutes les offres en actions. L'effet de levier moyen de la cible est plus faible que celui de l'acquéreur. Le ratio de liquidité de l'entreprise est défini comme la valeur totale des liquidités et des titres négociables rapportée à l'actif total de la société au cours des douze derniers mois précédant l'annonce : la trésorerie moyenne de la cible est supérieure à celle de l'acquéreur.

**Table 14.** Statistiques descriptives des politiques de dividendes

	<i>Moyenne</i>	<i>Médiane</i>	<i>Ecart-type</i>	<i>Min.</i>	<i>Max.</i>
<b>Panel A. Politique de dividendes de l'acquéreur</b>					
<i>Avant la fusion [-5, 0]</i>					
Payeur de dividendes	0.619	1	0.474	0	1
Rendement en dividende	1.1%	0.4%	1.6%	0	11%
Ratio de distribution	24.9%	14.9%	31.3%	-22.3%	192.8%
<i>Après la fusion [+1, +5]</i>					
Payeur de dividendes	0.612	1	0.464	0	1
Rendement en dividende	1%	0.3%	1.5%	0	10.7%
Ratio de distribution	23.2%	12.2%	30.5%	-46.4%	171.2%
<b>Panel B. Politique de dividendes de la cible</b>					
<i>Avant la fusion [-5, 0]</i>					
Payeur de dividendes	0.399	0	0.468	0	1
Rendement en dividende	1.1%	0	1.9%	0	14.5%
Ratio de distribution	15.2%	0	27.6%	-69.4%	145.7%

La **Table 14** affiche les statistiques descriptives des variables utilisées pour mesurer les politiques de dividendes des entreprises fusionnées. Panels A et B présentent les mesures de distribution de dividendes des acquéreurs et des cibles, respectivement. En effet, l'acquéreur est payeur de dividendes dans 61.9% des cas, alors que la cible est payeuse de dividendes dans environ 40% des cas. Le rendement en dividende moyen

<sup>59</sup> CRSP-Compustat Merged indique qu'une entreprise utilise cette méthode en précisant une note « 45 » annuelle égale à « TR ».

des acquéreurs est de 1.1%. Il est relativement faible par rapport au rendement de dividende moyen de *S&P500* et celui de l'indice *Dow Jones* entre 1988 et 2003. Le ratio de distribution moyen de l'acquéreur est de 24.9%. Il est plus élevé que le ratio de distribution moyen des cibles (15.2%) avant la fusion. DeAngelo, DeAngelo et Skinner (2004) examinent le ratio de distribution de 25 entreprises industrielles de *CRSP/Compustat* qui paient les plus grandes quantités de dividendes entre 1978 et 2000. Ils trouvent un taux moyen de distribution de 41.99%, bien au-dessus du taux moyen obtenu dans notre l'échantillon. Toutefois, si l'on observe du côté des acquéreurs payeurs uniquement, nous obtenons un taux de 38.4%, ce qui est relativement cohérent avec le taux révélé par DeAngelo et al. (2004). Selon ces trois critères, il apparaît que les acquéreurs de l'échantillon ont un plus grand dynamisme et engagement dans leurs programmes de distribution de dividendes par rapport à une activité plus timide des entreprises cibles. La partie 2 du Panel A expose les statistiques descriptives des mesures de dividendes de l'acquéreur après la fusion. Elle montre une probabilité de paiement de dividendes proche de celle observée sur  $[-5, 0]$ . Le rendement en dividende de l'acquéreur après la fusion est inchangé. Le taux de distribution diminue légèrement après la fusion, passant de 24.9% à 23.2%. En conséquence, si l'on tient compte de l'évolution simultanée de deux mesures sur les trois observées, on peut constater qu'il y a, en moyenne, une légère baisse des dividendes de l'acquéreur après la fusion.

La **Table 15** présente les statistiques descriptives des mesures de dividendes pour les payeurs uniquement, c'est-à-dire ceux qui paient des dividendes au moins une fois durant la période en question. Nous analysons ainsi 430 acquéreurs qui ont payé un dividende ou plus durant les cinq ans qui précèdent l'annonce de la fusion. Le rendement en dividende moyen de ce sous-échantillon est plus élevé, et le ratio de distribution moyen passe de 0.25 pour l'échantillon total à 0.38 pour les acquéreurs payeurs. L'analyse de la politique de dividendes de l'acquéreur « payeur » après la fusion est effectuée sur 446 cas. Elle montre des écarts, par rapport aux mesures globales, similaires à ceux observés sur la politique de dividendes pré-fusion, avec particulièrement un ratio de distribution moyen clairement plus élevé pour l'acquéreur payeur de dividendes. Du côté de la firme cible, les valeurs moyennes du rendement en dividende et du ratio de distribution ont plus que doublé en passant de l'échantillon total des cibles au sous-échantillon des cibles payeuses de dividendes.

**Table 15.** Statistiques descriptives des politiques de dividendes des payeurs

	<i>Moyenne</i>	<i>Médiane</i>	<i>Ecart-type</i>	<i>Min.</i>	<i>Max.</i>
<b>Panel A. Politique de dividendes de l'acquéreur</b>					
<i>Avant la fusion [-5, 0]</i>					
Payeur de dividendes	1	1	0	1	1
Rendement en dividende	1.7%	1.1%	1.7%	0.1%	11%
Ratio de distribution	38.4%	32.7%	31.5%	-22.3%	192.8%
<i>Après la fusion [+1, +5]</i>					
Payeur de dividendes	1	1	0	1	1
Rendement en dividende	1.5%	0.8%	1.6%	0.1%	10.7%
Ratio de distribution	34.6%	31%	31.6%	-46.4%	171.2%
<b>Panel B. Politique de dividendes de la cible</b>					
<i>Avant la fusion [-5, 0]</i>					
Payeur de dividendes	1	1	0	1	1
Rendement en dividende	2.5%	1.8%	2.2%	0.1%	14.5%
Ratio de distribution	33.8%	28%	32.7%	-69.4%	145.7%

## 2. Statuts de paiement de dividendes des firmes fusionnées

L'entreprise qui se livre à une fusion ou une acquisition doit reconnaître que le mauvais audit de l'entreprise en question peut conduire à des confrontations inattendues entre les politiques financières. La rencontre des politiques de dividendes des deux firmes suscite l'intérêt des différents acteurs de la fusion d'autant plus que les stratégies de paiement de dividendes existantes révèlent une divergence catégorique. Pour cette raison, nous commençons par la comparaison entre les politiques de dividendes des firmes fusionnées à partir de leurs statuts de paiement de dividendes observés. La comparaison des deux statuts déterminés sur les cinq ans qui précèdent l'annonce révèle des situations emblématiques. La **Table 16** présente les tables de contingence qui permettent d'identifier tous les scénarios possibles, selon que l'entreprise impliquée est payeuse de dividendes ou non.

La distribution des acquéreurs sur un axe vertical, selon la présence d'au moins un dividende dans sa politique de distribution pré-fusion, puis celle de la cible sur un axe

horizontal, donnent lieu à la répartition des opérations entre quatre cas de fusions possibles. Vraisemblablement, 64.4% (427 cas) des opérations réunissent des entreprises ayant le même statut de paiement de dividendes. Ce résultat est cohérent si l'on tient compte du fait que les acquéreurs suivent généralement le chemin de l'homogénéité avec la politique de dividendes de la cible afin de simplifier l'intégration post-fusion de ses actionnaires. Néanmoins, l'existence de nombreux cas de fusion entre des entreprises ayant des statuts de paiement de dividendes similaires ne constitue pas un support plausible pour expliquer l'effet de l'intersection des clientèles de dividendes distinctes. Panels B et C reportent les intersections du statut de paiement de dividendes de l'acquéreur après la fusion avec son statut observé avant la fusion. Panel B présente les croisements des statuts de l'acquéreur sans tenir compte du statut de paiement de dividendes de la cible. Dans 30.77% des cas, nous observons des acquéreurs non-payeurs de dividendes avant la fusion qui restent également inactifs après la fusion, ce qui pourrait être interprété par la tendance de certains l'acquéreur à préserver le même comportement de paiement sans être affecté par la clientèle des actionnaires de la cible qui ont déjà approuvé la fusion au départ. D'autre part, 62.9% des opérations sont initiées par des acquéreurs payeurs de dividendes qui restent aussi payeurs après la fusion. Au total, environ 93.67% des opérations révèlent une absence de changement dans le statut de paiement de dividendes de l'acquéreur après l'opération.

Le croisement 1 du Panel C montre que 91.23% des acquéreurs ne changent pas leurs politiques après avoir absorbé des cibles inactives en termes de paiement de dividendes. En effet, 6.03% deviennent « payeurs » tandis que 2.74% deviennent « non-payeurs » après l'acquisition bien qu'ils étaient actifs auparavant. La proportion élevée des firmes qui ont maintenu leur comportement de paiement de dividendes initial peut être expliquée par l'inactivité de la cible qui ne peut ni propulser le déclin de la distribution de l'acquéreur étant donné le coût du signal négatif, ni conduire à l'apparition d'un comportement de paiement chez l'acquéreur qui ne trouvera aucune nécessité de modifier sa politique de paiement du moment où elle ne perturbera pas les actionnaires entrants de la cible. Le croisement 2 du Panel C présente la répartition des acquisitions de cibles « payeuses ». Nous observons environ 81.54% des acquéreurs payeurs qui restent payeurs après l'opération, ce qui est pratiquement justifiable. Cependant, nous notons que 15.10% des acquéreurs restent inactifs bien qu'ils ont absorbé des entreprises payeuses. Ces résultats confirment ceux du croisement précédent et sont à l'encontre d'un éventuel ajustement du comportement de paiement post-fusion de

l'acquéreur dans le sens du comportement de paiement de la cible. Tout de même, un classement catégorique des entreprises fusionnées entre payeuses et non-payeuses peut dissimuler des cas de disproportion dans le niveau et l'ampleur de versement des dividendes, d'où la nécessité d'opter pour d'autres mesures plus distinctives des politiques de dividendes des firmes fusionnées.

**Table 16.** Tables de contingence des statuts de paiement de dividendes

		<i>Statut de paiement de dividendes de la cible [-5, 0]</i>	
		Non-payeur	Payeur
<i>Statut de paiement de dividendes de l'acquéreur [-5, 0]</i>	Non-payeur	181 (27.30%)	52 (7.84%)
	Payeur	184 (27.75%)	246 (37.10%)

		<i>Statut de paiement de dividendes de l'acquéreur [+1, +5]</i>	
		Non-payeur	Payeur
<i>Statut de paiement de dividendes de l'acquéreur [-5, 0]</i>	Non-payeur	204 (30.77%)	13 (1.96%)
	Payeur	29 (4.37%)	417 (62.90%)

		<i>Cibles non-payeuses      Cibles payeuses</i>			
		<i>Statut de paiement de dividendes de l'acquéreur [+1, +5]</i>			
		Non-payeur	Payeur	Non-payeur	Payeur
<i>Statut de paiement de dividendes de l'acquéreur [-5, 0]</i>	Non-payeur	159 (43.56%)	22 (6.03%)	45 (15.10%)	7 (2.35%)
	Payeur	10 (2.74%)	174 (47.67%)	3 (1.01%)	243 (81.54%)

### 3. Politiques de dividendes des firmes fusionnées

En se référant à la méthode basée sur les propensions moyennes, nous examinons la politique de dividendes de la firme combinée chaque année après l'opération selon les distributions antérieures moyennes de dividendes des entreprises impliquées, puis nous étudions le lien entre la tendance de distribution de dividendes post-fusion de la firme combinée par rapport aux tendances de distribution pré-fusion des deux firmes fusionnées. **Table 17** présente les régressions sur les rendements moyens en dividende des firmes fusionnées. Les régressions montrent des coefficients positifs et significatifs



du rendement en dividende moyen pré-fusion de l'acquéreur, en relation avec son rendement moyen post-fusion, et cela est observé pour les offres financées purement en actions ainsi que pour les offres en cash ou mixtes. Ce résultat traduit la régularité de la politique de dividendes de l'acquéreur autour de son acquisition. De l'autre côté, le coefficient du rendement en dividende moyen de la cible avant la fusion est trop faible et peu significatif. Le test de différence entre les deux sous-échantillons selon le moyen de paiement (Table 17, Panel B, colonne 4) révèle un coefficient non significatif de la variable interactive «  $A.Y.Targ [-5, 0] \times Tout-en-titres$  », ce qui signifie que les résultats à partir du rendement en dividende ne dépendent pas du mode de paiement utilisé dans la fusion. Le coefficient de la « *taille relative* » est négatif. Il est statistiquement non significatif.

**Table 17.** Régression linéaire sur le rendement en dividende moyen

**Panel A.** Régression du rendement en dividende annuel

Var. Dep.	$Y.Acq+1$	$Y.Acq+2$	$Y.Acq+3$	$Y.Acq+4$	$Y.Acq+5$
Var. Indep.	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Intercept	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001
$A.Y.Acq [-5, 0]$	0.772 <sup>a</sup>	0.748 <sup>a</sup>	0.773 <sup>a</sup>	0.657 <sup>a</sup>	0.698 <sup>a</sup>
$A.Y.Targ [-5, 0]$	0.017	-0.003	0.039	0.062 <sup>b</sup>	0.065 <sup>b</sup>
No. Obs.	663	663	663	663	663
R <sup>2</sup> ajusté	59%	68%	49%	52%	52%

**Panel B.** Régression du rendement en dividende moyen

Var. Dep.	$A.Y.Acq [+1, +5]$			
Var. Indep.	<i>Tout-en-titres</i>	<i>Cash/ Mixte</i>	<i>Echantillon total</i>	
			(1)	(2)
Intercept	0.0006	0.001 <sup>a</sup>	0.001 <sup>a</sup>	0.001 <sup>a</sup>
$A.Y.Acq [-5, 0]$	0.777 <sup>a</sup>	0.706 <sup>a</sup>	0.725 <sup>a</sup>	0.723 <sup>a</sup>
$A.Y.Targ [-5, 0]$	0.034	0.031	0.022	0.025
<i>Tout-en-titres</i>	-	-	-	-0.007
$A.Y.Targ [-5, 0] \times Tout-en-titres$	-	-	-	0.045
<i>Taille Relative</i>	-	-	-	-0.004
No. Obs.	210	453	663	663

R <sup>2</sup> ajusté	72%	68%	69%	69%
-----------------------	-----	-----	-----	-----

a et b indiquent la significativité au seuil de 1% et 5% respectivement.

Nous appliquons également des régressions sur le ratio de distribution moyen des firmes fusionnées dans la **Table 18**. Les régressions affichent des coefficients positifs et significatifs du ratio de distribution moyen de l'acquéreur avant la fusion avec son ratio de distribution moyen post-fusion. De plus, le ratio de distribution moyen de la cible avant l'opération est positivement (dans un moindre degré que le ratio moyen de l'acquéreur avant la fusion) et significativement lié au ratio moyen *ex post* de l'acquéreur. Ainsi, à l'encontre des résultats sur le rendement en dividende, la régression sur le ratio de distribution montre que l'acquéreur prend en considération la politique de dividendes *ex ante* de la cible quand il décide de la politique de dividendes de l'entité combinée. La comparaison des coefficients relatifs au ratio de distribution moyen de la cible entre les deux groupes d'opérations (titres vs cash/mixtes) révèle un coefficient plus élevé pour les transactions payées en actions (0.268) que pour les transactions en cash ou mixtes (0.085). Cela prouve l'intérêt de l'acquéreur à ajuster sa politique de dividendes dans le cas des acquisitions en actions étant donné que ce type de paiement implique l'intégration des actionnaires de la cible dans l'actionnariat de l'entité combinée, alors que ce n'est pas le cas dans les acquisitions en liquidités. Le test de différence (**Table 18**, Panel B, colonne 4) révèle un coefficient de la variable interactive « *A.P.Targ [-5, 0] × Tout-en-titres* » qui est positif et significatif (0.137), ce qui prouve la significativité de la différence observée entre les coefficients des deux groupes d'opérations. La taille relative de la cible n'affecte pas le ratio de distribution post-fusion de la firme combinée. A la lumière de ces résultats, notre première hypothèse *H1* ainsi que sa variante *H1a* seront fondées du moment où on considère le ratio de distribution de dividendes comme la mesure de base des politiques de dividendes observées. Ces résultats s'alignent également avec la tendance d'ajustement de la politique de dividendes de *CVS* avec la politique de *Caremark*, observée lors de l'illustration exposée dans le chapitre précédent. Cependant, l'absence de significativité sur les résultats par les rendements en dividende rend notre inférence sur le lien entre la politique de dividendes *ex post* de l'acquéreur et la politique de dividendes *ex ante* de la cible confuse. De plus, et étant donné que nos résultats sur les ratios de distribution sont aboutis, nous optons pour la modélisation de Lintner (1956) qui repose sur le ratio de

distribution, afin de pouvoir se prononcer sur le lien entre les dividendes post-fusion et les dividendes pré-fusion de la cible.

**Table 18.** Régression linéaire sur le ratio de distribution moyen

**Panel A.** Régression sur le ratio de distribution annuel

Var. Dep.	<i>P.Acq+1</i>	<i>P.Acq+2</i>	<i>P.Acq+3</i>	<i>P.Acq+4</i>	<i>P.Acq+5</i>
Var. Indep.	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Intercept	0.048	0.047	0.056	0.049	0.103
<i>A.P.Acq [-5, 0]</i>	0.654 <sup>a</sup>	0.649 <sup>a</sup>	0.773 <sup>a</sup>	0.673 <sup>a</sup>	0.201 <sup>a</sup>
<i>A.P.Targ [-5, 0]</i>	0.054	0.173 <sup>a</sup>	0.091 <sup>c</sup>	0.143 <sup>b</sup>	0.342 <sup>a</sup>
No. Obs.	663	663	663	663	663
R <sup>2</sup> ajusté	22%	23%	27%	25%	9%

**Panel B.** Régression sur le ratio de distribution moyen

Var. Dep.	<i>A.P.Acq [+1, +5]</i>			
	<i>Tout-en-titres</i>	<i>Cash/ Mixte</i>	<i>Echantillon total</i>	
			(1)	(2)
Var. Indep.				
Intercept	0.076 <sup>a</sup>	0.054 <sup>a</sup>	0.059 <sup>a</sup>	0.067 <sup>a</sup>
<i>A.P.Acq [-5, 0]</i>	0.529 <sup>a</sup>	0.627 <sup>a</sup>	0.595 <sup>a</sup>	0.588 <sup>a</sup>
<i>A.P.Targ [-5, 0]</i>	0.268 <sup>a</sup>	0.085 <sup>b</sup>	0.102 <sup>b</sup>	0.110 <sup>b</sup>
<i>Tout-en-titres</i>	-	-	-	0.007
<i>A.P.Targ [-5, 0] × Tout-en-titres</i>	-	-	-	0.137 <sup>b</sup>
<i>Taille Relative</i>	-	-	-	-0.021
No. Obs.	210	453	663	663
R <sup>2</sup> ajusté	41%	51%	46%	47%

a, b et c indiquent la significativité au seuil de 1%, 5% et 10% respectivement.

#### 4. Modèle d'ajustement partiel de Lintner

Le modèle d'ajustement partiel des dividendes considère que le dividende souhaité «  $D^*$  » pour l'année  $t$  de la firme  $i$  est déterminé par le revenu net « BPA » et un ratio de paiement cible «  $r_i$  » :

$$D^*_{i,t} = r_i \text{BPA}_{i,t} \quad (1)$$

Pour chaque année, le modèle de Lintner (1956) suppose que les entreprises font un ajustement partiel des dividendes versés en fonction de leur dividende désiré. Cet ajustement est basé sur l'équation (2), où «  $a_i$  » est la constante représentant la résistance à la réduction de dividende et «  $b_i$  » est la vitesse d'ajustement du dividende.

$$\Delta D_{i,t} = D_{i,t} - D_{i,t-1} = a_i + b_i (D^*_{i,t} - D_{i,t-1}) \quad (2)$$

La substitution de l'équation (1) dans l'équation (2) donne:

$$\Delta D_{i,t} = D_{i,t} - D_{i,t-1} = a_i + b_i r_i \text{BPA}_{i,t} - b_i D_{i,t-1} \quad (3)$$

L'estimation des paramètres du modèle de Lintner (1956) est effectuée via des données de panel balancé en tenant compte d'un effet fixe, où la constante du modèle est spécifique aux caractéristiques de l'entreprise. Cette technique permet de recueillir des informations spécifiques au comportement de distribution de dividendes de chaque firme dans le cadre d'une estimation globale de l'ensemble des entreprises de notre échantillon. La **Table 19** présente les résultats du modèle de Lintner (1956) et identifie, à partir des coefficients obtenus sur les deux variables explicatives, la vitesse d'ajustement des dividendes et le ratio de distribution cible des entreprises fusionnées. Les paramètres relatifs à la variation pré-fusion du dividende sont estimés en utilisant une série temporelle de longueur 5 à partir des 5 variations de dividendes observées sur des données de 6 ans [-5, 0]. De même, nous utilisons une série temporelle de longueur 4 pour la variation du dividende après l'annonce sur [+1, +5].

La variable dépendante, qui est la variation du dividende par action «  $\Delta D_{i,t}$  », est régressée, sur des effets fixes, selon le bénéfice par action de la même année «  $BPA_{i,t}$  » et le dividende par action de l'année précédente ( $D_{i,t-1}$ ). Le coefficient estimé de la variable «  $BPA_t$  » affiche le produit de la vitesse d'ajustement et le ratio de distribution cible, alors que le coefficient de «  $D_t$  » affiche l'opposé de la valeur de la vitesse d'ajustement. Le principe d'analyse à partir de ce modèle est de comparer entre les coefficients de la variable indépendante «  $D_{i,t-1}$  » qui révèlent les vitesses d'ajustement des entreprises fusionnées.

**Table 19.** Estimation des paramètres de Lintner

**Panel A.** Les paramètres de l'acquéreur sur [-5, 0]

	<i>Total</i>	<i>Titres</i>	<i>Cash/mixte</i>
Var. Dep.	<i><math>\Delta D_t</math> sur [-5, 0]</i>		
<i>BPA<sub>t</sub></i>	0.0002	0.0023 <sup>a</sup>	0.0001
<i>D<sub>t</sub></i>	-0.6327 <sup>a</sup>	-0.6182 <sup>a</sup>	-0.6343 <sup>a</sup>
No. Obs.	663	210	453
R <sup>2</sup> ajusté	56%	49%	58%

**Panel B.** Les paramètres de la cible sur [-5, 0]

	<i>Total</i>	<i>Titres</i>	<i>Cash/mixte</i>
Dep. Var.	<i><math>\Delta D_t</math> sur [-5, 0]</i>		
<i>BPA<sub>t</sub></i>	0.0104 <sup>a</sup>	0.0133 <sup>a</sup>	0.0095 <sup>a</sup>
<i>D<sub>t</sub></i>	-0.6148 <sup>a</sup>	-0.6573 <sup>a</sup>	-0.5154 <sup>a</sup>
No. Obs.	663	210	453
R <sup>2</sup> ajusté	42%	42%	43%

**Panel C.** Les paramètres de l'entité combinée sur [+1, +5]

	<i>Total</i>	<i>Titres</i>	<i>Cash/mixte</i>
Dep. Var.	<i><math>\Delta D_t</math> sur [+1, +5]</i>		
<i>BPA<sub>t</sub></i>	0.00017	0.00008	0.00019
<i>D<sub>t</sub></i>	-1.1104 <sup>a</sup>	-1.2519 <sup>a</sup>	-0.9331 <sup>a</sup>
No. Obs.	663	210	453
R <sup>2</sup> ajusté	62%	65%	55%

a indique la significativité au seuil de 1%.

Le Panel A montre les paramètres de Lintner (1956) relatifs aux acquéreurs avant la fusion pour l'échantillon total, ainsi que pour les deux sous-échantillons selon le mode de paiement utilisé. La variable dépendante est la variation du dividende par action de l'acquéreur avant la fusion. La modélisation de la variation *ex ante* du dividende par action de l'acquéreur révèle un coefficient positif mais non significatif du bénéfice par action en relation avec le changement du dividende par action. Ce résultat n'est pas compatible avec les résultats de Lintner (1956) qui trouve que les dividendes suivent généralement l'évolution des revenus et que les gestionnaires attachent une grande importance au changement dans le niveau de revenu lors de la détermination du dividende qui sera versé. Lintner (1956) note également que les sociétés attribuent une grande importance au dividende de l'année précédente, ce qui donne généralement lieu à une vitesse d'ajustement significative. Dans notre cas, la vitesse d'ajustement de l'acquéreur sur la période  $[-5, 0]$  est de 0.63. Elle est significative et à peu près égale pour les deux groupes d'acquisitions (titres vs cash/mixte). De la même manière, on obtient, dans le Panel B, les coefficients du modèle liés au dividende pré-fusion de la cible. Contrairement à l'acquéreur, le coefficient du BPA est significatif. En outre, nous observons une vitesse d'ajustement significative de 0.61 pour l'échantillon total. Parallèlement aux résultats de la comparaison sur la base du ratio de distribution, du rendement en dividende et du statut de paiement, la différence entre les vitesses d'ajustement moyennes des entreprises fusionnées met en évidence une politique de dividendes de l'acquéreur plus explicite par rapport à celle de la cible. La comparaison des vitesses d'ajustement dans les opérations en cash ou mixtes montre une meilleure qualité d'ajustement pour l'acquéreur, tandis que nous observons une vitesse d'ajustement inférieure par rapport à celle de la cible dans le cas des acquisitions en titres. Nous vérifions ensuite le changement *ex post* de la vitesse d'ajustement de l'acquéreur. Panel C affiche les paramètres du modèle de Lintner pour les acquéreurs après la fusion. La modélisation de la politique de dividendes postérieure de l'acquéreur selon la formulation de Lintner montre un coefficient positif du bénéfice par action et une vitesse d'ajustement positive et significative, voire supérieure à 1. Ceci peut être traduit par le sur-ajustement du dividende à l'issue de la rencontre de deux politiques de dividendes distinctes des firmes fusionnées. De toute évidence, la vitesse d'ajustement de l'acquéreur est en augmentation après la fusion. Dans le cas des opérations en titres, l'acquéreur ajuste mieux son dividende après la fusion dans le sens de la vitesse d'ajustement de la cible. Ce résultat confirme celui du modèle linéaire sur le ratio de

distribution. Par conséquent, l'application de la modélisation de Lintner (1956) appuie notre première hypothèse *H1* ainsi que sa variante *H1a* relative aux opérations réglées en titres.

## 5. Dynamique de la prime de fusion avec la différence des politiques de dividendes

Le débat a rarement été évoqué concernant une valeur intrinsèque de la prime de rachat lorsqu'elle peut indemniser un manque à gagner pour les actionnaires de la cible. En effet, selon le mode de paiement utilisé dans la transaction, une prime de fusion peut compenser la perte des actionnaires de la cible quand ils reçoivent, en échange de leurs parts, des actions à dividende inférieur à celui qu'ils recevaient dans l'entreprise cible. De plus, la prime peut également compenser le coût d'opportunité des actionnaires de la cible quand ils acceptent une transaction en numéraire au lieu d'un échange de titres qui leur assure un dividende supérieur à celui distribué dans l'entreprise cible. L'objectif de cette partie d'analyse sera donc de tester ce double effet de compensation de la prime de fusion sur nos deux sous-échantillons d'opérations. Tout d'abord, nous étudions le rôle de la prime versée en compensation au coût d'opportunité des actionnaires de la cible recevant du cash au lieu des actions à dividende supérieur de l'acquéreur. Il est prévu que la prime sera plus élevée dans le cas des transactions en numéraire impliquant un acquéreur plus dévoué en distribution de dividendes que sa cible. Nous nous attendons également à ce que la prime sera plus élevée dans le cas des transactions en titres impliquant des entreprises acquéreuses moins dévouées que leurs cibles. A cette fin, nous allons utiliser une régression linéaire où la variable dépendante est la prime offerte définie par le ratio du prix de l'offre à la date d'annonce par rapport au prix de l'action de la cible quatre semaines avant l'annonce. Par ailleurs, afin de contrôler le degré de sensibilité de nos résultats au choix du mode de paiement, nous dressons nos régressions séparément sur les offres purement en actions et sur les offres en cash ou mixtes. Pour capturer le choc issu de la rencontre des deux politiques de dividendes des firmes fusionnées, et sur la base des résultats significatifs obtenus précédemment à partir du ratio de distribution et de la vitesse d'ajustement, nous introduisons quatre variables explicatives d'intérêt: *Diff.Payout\_B*, *Diff.Payout\_A*, *Diff.Adjust\_B* et *Diff.Adjust\_A*. En effet, nous prenons en compte, en se référant à la fois au ratio de

distribution et à la vitesse d'ajustement, la différence entre les politiques de dividendes pré-fusion des firmes fusionnées, et la différence entre la politique de dividendes de l'acquéreur après la fusion et la politique de dividendes de la cible avant la fusion (voir [Annexe 4](#) pour la définition des variables).

Dans nos régressions, nous contrôlons les effets d'autres variables liées aux caractéristiques de l'acquéreur, de la cible et de l'opération. Nous prenons la précaution de ne pas mettre des variables corrélées à plus de 20% dans la même régression. La [Table 20](#) rapporte l'estimation des régressions linéaires de la prime de fusion en fonction des variables explicatives de la différence de distribution de dividendes entre les firmes fusionnées et des variables de contrôle. Dans la première régression, où la variable explicative de référence est la différence entre l'acquéreur et la cible dans leurs ratios de distribution pré-fusion, le coefficient de cette variable n'est pas statistiquement significatif pour les offres en titres ainsi que pour les offres en cash ou mixtes, ce qui réfute notre double effet de compensation de la prime. Dans la deuxième régression, lorsque la différence entre le ratio de distribution post-fusion de l'acquéreur et le ratio de distribution pré-fusion de la cible est utilisée comme étant la variable d'intérêt, son coefficient est significativement positif (au seuil de 5%) pour les opérations en cash/mixtes, alors qu'il est statistiquement non-significatif pour les offres par échange d'actions. Nous observons la même chose pour les autres régressions basées sur la différence dans la vitesse d'ajustement. Ces résultats suggèrent que plus le manque à gagner de l'actionnaire de la cible en termes de dividendes est important, plus il est probable que la prime de fusion sera supérieure, ce qui est cohérent avec l'hypothèse que la prime offerte pourrait avoir un effet de compensation lorsque l'acquéreur tente de couvrir le coût d'opportunité de l'actionnaire de la cible qui sera privé *ex post* du dividende supérieur de l'entité combinée. Ainsi, la deuxième sous-hypothèse *H2b* de notre deuxième hypothèse de base sera fondée sur la base des résultats sur la vitesse d'ajustement. Les résultats des régressions sur les offres en actions montrent qu'il n'y a pas de lien significatif entre la différence dans les politiques de dividendes et la prime versée. Cela implique que dans ce type d'offre, l'acquéreur payant un dividende plus faible ne va pas chercher, à compenser la perte éventuelle de l'actionnaire de la cible puisque qu'il sera disposé à ajuster sa politique de dividendes après la fusion, comme le montre le résultat de notre première hypothèse. Ainsi, la première sous-hypothèse *H2a* est infondée.



Nous effectuons nos tests de régression en incluant des variables de contrôle spécifiques aux détails des opérations. Le coefficient relatif à l'hostilité du rapprochement est significativement positif pour les opérations en cash. En cohérence avec Officer (2003), les fortes primes de contrôle sont associées à un plus grand nombre d'enchérisseurs<sup>60</sup>. Les autres coefficients estimés sur les détails de l'opération sont statistiquement non-significatifs pour les deux sous-échantillons. En outre, nous sélectionnons un ensemble de variables de contrôle relatives aux caractéristiques des entreprises fusionnées. Nous trouvons, comme le montre Walking et Edmister (1985), qu'un faible levier d'endettement de l'acquéreur est associé à une prime de contrôle plus élevée dans les transactions payées en actions. La valeur de la prime augmente avec la profitabilité de l'acquéreur dans les opérations en titres (voir Dimopoulos et Sacchetto, 2011). Le coefficient du montant de la trésorerie et des titres négociables de la cible est significativement positif pour les offres en titres. Bien que le levier financier de la firme cible semblait *à priori* avoir un effet sur la valeur de la prime<sup>61</sup>, son coefficient dans notre modèle s'est avéré statistiquement non-significatif.

---

<sup>60</sup> Selon la théorie de l'offre de préemption "*preemptive bidding*", les primes de rachat sont augmentées par la compétition effective.

<sup>61</sup> Lewellen (1971) montre que le motif de la restructuration financière via l'utilisation de la capacité d'endettement latente de la firme cible suggère une corrélation positive entre la valeur de la prime de contrôle et le levier financier de la cible.

**Table 20.** Prime de fusion et différence entre les politiques de dividendes des firmes fusionnées

Var. Dep.	Prime de fusion							
	(1)		(2)		(3)		(4)	
	<i>Titres</i>	<i>Cash/mixte</i>	<i>Titres</i>	<i>Cash/mixte</i>	<i>Titres</i>	<i>Cash/mixte</i>	<i>Titres</i>	<i>Cash/mixte</i>
Intercept	72.52 <sup>a</sup>	54.06 <sup>a</sup>	71.89 <sup>a</sup>	53.82 <sup>a</sup>	72.06 <sup>a</sup>	55.20 <sup>a</sup>	72.17 <sup>a</sup>	54.85 <sup>a</sup>
<i>Variables d'intérêt</i>								
Diff.Payout_B	-0.05	7.11	-	-	-	-	-	-
Diff.Payout_A	-	-	2.76	9.35 <sup>b</sup>	-	-	-	-
Diff.Adjust_B	-	-	-	-	4.16	5.30 <sup>a</sup>	-	-
Diff.Adjust_A	-	-	-	-	-	-	2.72	4.65 <sup>c</sup>
<i>Caractéristiques de l'opération</i>								
Taille relative	-0.98	-0.45	-0.76	-0.29	-0.81	-0.44	-0.97	-0.66
% déjà détenu	-6.85	6.79	-7.28	6.94	-7.52	6.91	-7.72	5.49
Hostilité	5.01	17.41 <sup>b</sup>	4.80	17.51 <sup>b</sup>	4.62	16.13 <sup>b</sup>	5.41	15.93 <sup>b</sup>
Horizontalité	-3.57	0.011	-3.50	0.09	-3.41	0.14	-3.10	0.35
Nombre d'enchérisseurs	15.78 <sup>c</sup>	14.7 <sup>a</sup>	15.60 <sup>c</sup>	14.58 <sup>a</sup>	14.37	14.34 <sup>a</sup>	15.65 <sup>c</sup>	13.84 <sup>b</sup>
<i>Caractéristiques de l'acquéreur</i>								
Levier d'endettement	-0.43 <sup>b</sup>	0.42	-0.43 <sup>b</sup>	0.42	-0.43 <sup>b</sup>	0.39	-0.43 <sup>b</sup>	0.40
Rendement de l'actif	36.34 <sup>c</sup>	27.91	35.30 <sup>c</sup>	27.40	32.43	22.72	36.79 <sup>c</sup>	24.81
Ratio de liquidité	-19.57	2.01	-19.30	1.62	-18.14	1.78	-18.30	1.38
<i>Caractéristiques de la cible</i>								
Levier d'endettement	0.19	0.08	0.20	0.08	0.19	0.07	0.23	0.07
Rendement de l'actif	-14.29	-8.89	-14.17	-8.45	-12.59	-9.82	-13.50	-9.49
Ratio de liquidité	25.36 <sup>b</sup>	-5.67	25.51 <sup>b</sup>	-6.22	26 <sup>b</sup>	-6.61	25.88 <sup>b</sup>	-6.71
<b>No. Obs.</b>	210	453	210	453	210	453	210	453
<b>R<sup>2</sup> ajusté</b>	19%	7%	19%	8%	19%	8%	19%	8%

a, b et c indiquent la significativité au seuil de 1%, 5% et 10% respectivement.

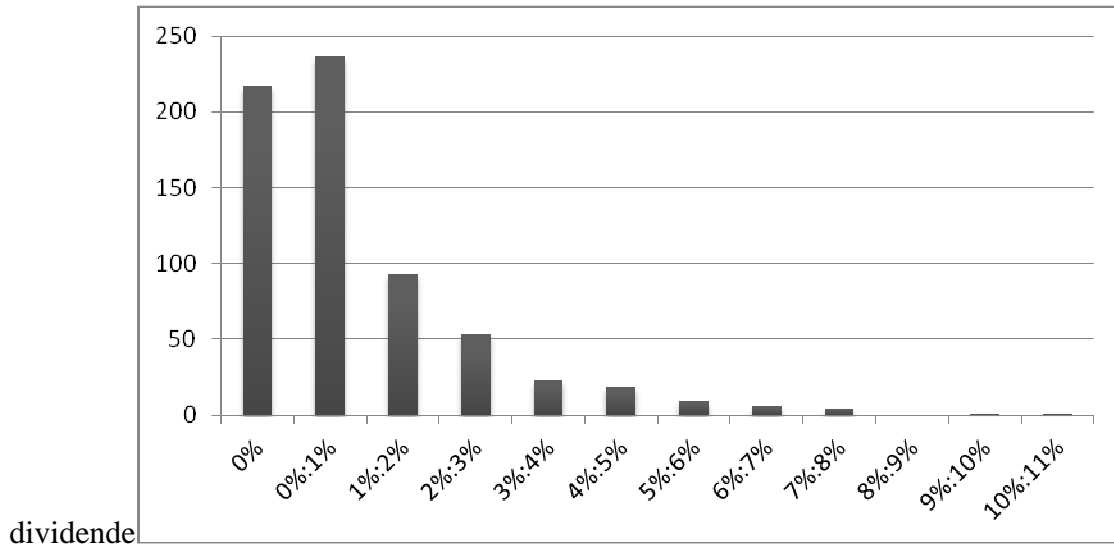
## 6. Tests de robustesse

### 6.1. Test de robustesse sur l'hypothèse 1

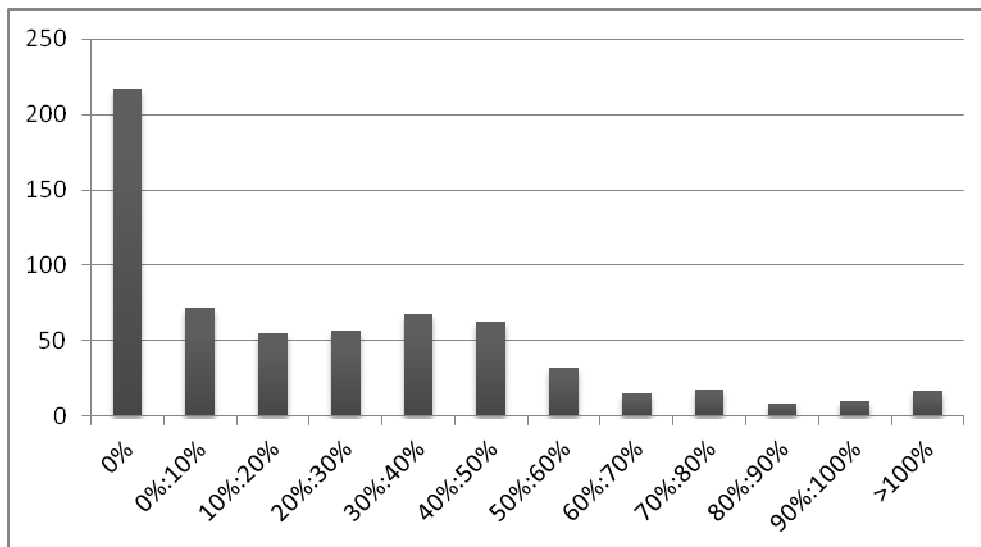
L'analyse des dividendes des firmes impliquées dans les opérations sélectionnées montre une accumulation des entreprises à zéro dividende, celles qui n'ont jamais distribué de dividendes durant les cinq ans qui précèdent l'annonce de l'opération. De plus, le statut de paiement de dividendes de la firme combinée sur les cinq ans qui suivent l'opération est caractérisé également par une forte présence d'entités non-payeuses de dividendes. La **Figure 10** affiche la répartition des niveaux de distribution de dividendes post-fusion des entités combinées. Le premier graphique (**Figure 10a**) trace la répartition des acquéreurs sur la base du niveau de rendement en dividende moyen de l'acquéreur sur les cinq ans après la fusion. Il révèle 217 acquéreurs adoptant un comportement de paiement passif en versant zéro dividende après la fusion, ce qui présente une proportion de 32.73% de l'ensemble des acquéreurs sélectionnés. Les acquéreurs ayant un rendement en dividende moyen entre 0 et 1% représentent 35.74% de la totalité de l'échantillon. Nous observons que plus on monte dans la classification du rendement en dividende, plus le nombre d'acquéreurs diminue. Le nombre d'acquéreurs qui ont un rendement en dividende supérieur ou égal à 5% est seulement 21 sur 663 acquéreurs (3.17%). Le deuxième graphique (**Figure 10b**) montre la répartition des acquéreurs sur la base du niveau de ratio de distribution moyen de l'acquéreur après la fusion. Nous obtenons 10.85% des acquéreurs qui distribuent des dividendes avec un taux compris entre 0 et 10%. Une portion de 15% seulement des acquéreurs opte après la fusion pour un taux de distribution moyen supérieur ou égal à 50%. En somme, les deux graphiques affichent un nombre important d'acquéreurs à zéro dividende ainsi qu'une répartition déséquilibrée des acquéreurs sur les différents intervalles de dividendes.

**Figure 10.** Distribution des acquéreurs selon le niveau de paiement de dividendes post-fusion

**Figure 10a.** Distribution selon le niveau de rendement en



**Figure 10b.** Distribution selon le niveau de ratio de distribution



Nous remarquons également un nombre faible d'acquéreurs qui adoptent une forte distribution de dividendes, d'où la faible propension générale à verser du dividende. La forme de la répartition des ratios de distribution moyens des acquéreurs fait appel à la troncation des données censurées présentée par Greene (2011, p.856). Dans ce sens, le modèle Tobit, également appelé un modèle de régression censurée, est conçu pour

estimer les relations linéaires entre les variables censurées à gauche ou à droite de la variable dépendante (également connu sous le nom de « *Censoring from above* » ou « *Censoring from below* »). Un « *Censoring from above* » a lieu dans le cas où les valeurs de la variable peuvent être égales ou supérieures à un certain seuil. Si toutes les valeurs égalisent le seuil, la valeur réelle pourrait être la valeur du seuil, mais pourrait être aussi plus élevée. Dans le cas du « *Censoring from below* », les valeurs qui sont égales ou inférieures à un certain seuil sont censurées. Dans notre cas, la variable dépendante qui est la mesure de la politique de dividendes (rendement en dividende ou ratio de distribution) post-fusion de l'acquéreur prend des valeurs positives ou nulles. En outre, la régression linéaire de ces variables (voir **Tables 17** et **18**) sur tout l'échantillon ou sur la partie de l'échantillon non-censurée fournira des estimations incohérentes des coefficients des mesures de dividendes pré-fusion des firmes fusionnées. Dans la pratique, les résultats du modèle Tobit de type 1 donne une bonne approximation empirique de l'incompatibilité de la régression linéaire. Pour cela, nous essayons d'analyser le modèle Tobit 1 sur les rendements en dividende moyens et les ratios de distribution moyens des acquéreurs dans la **Table 21** ci-dessous.

**Table 21.** Résultats de la régression Tobit de type 1

**Panel A.** Tobit 1 sur le rendement en dividende

Var. Dep.	<i>A.Y.Acq [+1, +5]</i>
Var. Indep.	
Intercept	-0.001 <sup>a</sup>
<i>A.Y.Acq [-5, 0]</i>	0.829 <sup>a</sup>
<i>A.Y.Targ [-5, 0]</i>	0.040
<i>Tout-en-titres</i>	-0.001
<i>A.Y.Targ [-5, 0] × Tout-en-titres</i>	0.070
<i>Taille Relative</i>	-0.002
No. Obs.	663
Log Likelihood	1275
Nombre d'itérations	14
Sigma	0.010 <sup>a</sup>

**Panel B.** Tobit 1 sur le ratio de distribution

Var. Dep.	<i>A.P.Acq [+1, +5]</i>
Var. Indep.	
Intercept	-0.059 <sup>a</sup>
<i>A.P.Acq [-5, 0]</i>	0.794 <sup>a</sup>
<i>A.P.Targ [-5, 0]</i>	0.134 <sup>b</sup>
<i>Tout-en-titres</i>	-0.023
<i>A.P.Targ [-5, 0] × Tout-en-titres</i>	0.210 <sup>b</sup>
<i>Taille Relative</i>	-0.061 <sup>a</sup>
No. Obs.	663
Log Likelihood	-227.46
Nombre d'itérations	15
Sigma	0.288 <sup>a</sup>

a et b indiquent la significativité au seuil de 1% et 5% respectivement.

La **Table 21** affiche les résultats du modèle Tobit sur les dividendes moyens des firmes fusionnées. Le Panel A expose les résultats du modèle Tobit sur les rendements en dividende moyens. Ces résultats confirment ceux de la régression linéaire dans la **Table 17**, et montrent que la corrélation significative existe seulement entre le rendement moyen postérieur de l'acquéreur et son rendement moyen antérieur, alors que l'association entre le rendement post-fusion de l'acquéreur et le rendement pré-fusion de la cible est faible et non-significative. Les résultats du Panel B s'alignent également avec ceux de la régression linéaire dans la **Table 18**, et présentent des liens significatifs aussi bien entre les ratios de distribution de l'acquéreur autour de l'opération, et entre le ratio de distribution pré-fusion de la cible et le ratio de distribution post-fusion de l'acquéreur. Néanmoins, dans ce modèle Tobit, le coefficient sur le ratio pré-fusion de l'acquéreur est nettement plus élevé que celui de la cible (0.794 vs 0.134). De plus, le coefficient de la variable interactive « *A.Y.Targ [-5, 0] × Tout -en-titres* » affirme l'association plus prononcée entre le ratio de distribution de l'acquéreur et celui de la cible dans le cas des opérations payées en actions. Le coefficient de la taille relative est négatif et significatif, cela dit que plus la taille relative de la cible est importante, plus la progression du ratio de distribution de l'acquéreur après la fusion est freinée. Nous pouvons expliquer ce résultat par la difficulté éprouvée par l'acquéreur à augmenter *à posteriori* ses dividendes au profit d'un actionnariat plus élargi après avoir absorber en titres une cible de taille importante.

## 6.2. Test de robustesse sur l'hypothèse 2

La **Figure 9** de la distribution annuelle des opérations sélectionnées révèle des activités de fusions-acquisitions variables sur la période entre 1987 et 2005. Par ailleurs, on observe une accumulation d'opérations à la fin des années '90 qui correspond à la vague des fusions stratégiques (Harford, 2005 ; Maksimovic et Phillips, 2007; Betton et al., 2008). Rhodes-Kropf et al. (2005), Ang et Cheng (2006) et Dong et al. (2006) constatent que les vagues de fusion coïncident avec des ratios "*market-to-book*" élevés. L'argument est que la valorisation boursière élevée peut être un moteur fondamental des vagues de fusions-acquisitions étant donné que les acquéreurs ont tendance à échanger leurs titres surévalués avec les titres des firmes cibles. Harford (2005) propose un argument néoclassique selon lequel le déclencheur des vagues de fusions est la liquidité du marché. Cela dit qu'en vertu de cette vision néoclassique, la liquidité du marché est le conducteur fondamental des ratios "*market-to-book*", et donc des vagues de fusions. De plus, Harford (2005) conclut que les vagues de fusions-acquisitions sont induites par le regroupement de chocs sectoriels (voir chap. 1, sect. 2, paragr. 2). D'un point de vue empirique, les effets associés aux activités de fusions-acquisitions imposent parfois l'intégration d'une variable déterminante de ce niveau d'activité comme variable de contrôle qui pourra affecter les coefficients des variables d'intérêt. Etant donné que la distribution annuelle de nos opérations s'accorde avec le regroupement d'activités de fusions-acquisitions observé dans les études antérieures, nous intégrons une variable de contrôle qui prend la forme d'une variable binaire égale à 1 si l'opération est annoncée entre 1998 et 2001 et 0 sinon (Moeller et al., 2005).

D'autre part, et du moment où le rachat d'actions peut constituer un autre moyen de rémunération des actionnaires, nous intégrons également une variable évaluant le niveau de rachat de la firme fusionnée comme variable de contrôle qui décrit une des caractéristiques des firmes fusionnées (outre le levier d'endettement, la liquidité et la profitabilité déjà contrôlées). En effet, aux Etats Unis, le rachat est souvent conçu comme une alternative au versement de dividendes. Grullon et Michaely (2002) constatent que, durant la période 1985-2000, de nombreuses firmes initient des programmes de distribution par des rachats d'actions à la place des dividendes. Le soutien à l'hypothèse de substitution entre le dividende et le rachat est fondé sur des preuves suggérant un lien direct entre le penchant pour l'adoption du rachat et la

tendance à la baisse des dividendes, et aussi sur le fait que les deux mécanismes sont liés aux bénéfices (Skinner et Soltes, 2011). Cependant, Fama et French (2001) s'aperçoivent que les firmes les plus actives en termes de rachat sont généralement des haut-payeurs de dividendes (voir chap.1, sect. 1, paragr. 3). Dans ce test empirique, nous intégrons les variables mesurant le rachat d'actions sans tenir compte de la différence entre les firmes fusionnées comme c'était le cas pour les dividendes, et cela afin de ne pas dissuader l'effet des variables d'intérêt sur les dividendes. Enfin, et afin de contrôler le biais d'anticipation (*look-ahead bias*) issu du fait d'exprimer la prime de fusion qui est versée au moment de la fusion par la différence entre la politique de dividendes observée après la fusion et la politique pré-fusion de la cible, nous nous limitons aux variables d'intérêt relatives à la différence entre les mesures de dividendes *ex ante* des firmes fusionnées en se référant aux trois mesures usuelles de l'étude : rendement en dividende, ratio de distribution et vitesse d'ajustement.

D'après les résultats de la **Table 22**, la prime de contrôle demeure positivement associée à la différence de la qualité d'ajustement du dividende entre l'acquéreur et la cible pour les opérations en cash. Cela réaffirme nos premiers résultats justifiant l'hypothèse d'un effet de compensation de la prime à l'issu du manque à gagner subi par l'actionnaire de la cible. Les signes et la significativité des coefficients des variables de contrôle restent inchangés. La variable relative à l'activité de fusions-acquisitions est généralement positive et significative pour le cas des opérations en cash. Ce résultat montre que l'activité de fusions-acquisitions dans notre échantillon est éventuellement déclenchée par la liquidité du marché qui a permis aux acquéreurs de verser des primes conséquentes et de régler leurs transactions en numéraire. Les coefficients des variables de rachat sont en majorité non-significatives mise à part que le rachat de l'acquéreur est positivement lié à la prime de fusion dans le cas des opérations réglées en cash.



**Table 22.** Test de robustesse sur la régression de la prime de fusion

Var. Dep.	Prime de fusion								
	(1)			(2)			(3)		
Var. Indep.	<i>Total</i>	<i>Titres</i>	<i>Cash/mixte</i>	<i>Total</i>	<i>Titres</i>	<i>Cash/mixte</i>	<i>Total</i>	<i>Titres</i>	<i>Cash/mixte</i>
Intercept	42.20 <sup>a</sup>	49.04 <sup>a</sup>	39.30 <sup>a</sup>	41.20 <sup>a</sup>	49.38 <sup>a</sup>	37.65 <sup>a</sup>	42.03 <sup>a</sup>	49.37 <sup>a</sup>	39.00 <sup>a</sup>
<i>Variables d'intérêt</i>									
Diff.Yield_B	156.06 <sup>b</sup>	163.60	131.84	-	-	-	-	-	-
Diff.Payout_B	-	-	-	5.58	2.49	6.83	-	-	-
Diff.Adjust_B	-	-	-	-	-	-	4.67 <sup>b</sup>	4.55	5.14 <sup>a</sup>
<i>Caractéristiques de l'opération</i>									
Taille relative	-2.14	-1.69	-2.61	-2.03	-1.89	-2.34	-2.22	-1.97	-2.27
% déjà détenu	8.77 <sup>b</sup>	-6.48	10.72 <sup>b</sup>	8.34 <sup>c</sup>	-5.41	10.35 <sup>b</sup>	8.37 <sup>c</sup>	-4.62	10.37 <sup>b</sup>
Hostilité	12.84 <sup>b</sup>	-3.69	15.17 <sup>b</sup>	12.47 <sup>c</sup>	-4.22	15.21 <sup>b</sup>	11.60 <sup>c</sup>	-4.96	13.91 <sup>c</sup>
Horizontalité	-2.90	-8.20 <sup>c</sup>	-1.14	-3.31	-8.88 <sup>b</sup>	-1.46	-3.21	-8.89 <sup>b</sup>	-1.31
Nombre d'enchérisseurs	15.66 <sup>a</sup>	16.99 <sup>c</sup>	14.90 <sup>a</sup>	15.72 <sup>a</sup>	17.04 <sup>c</sup>	15.04 <sup>a</sup>	15.17 <sup>a</sup>	15.46 <sup>c</sup>	14.60 <sup>a</sup>
Activité de F&As	7.64 <sup>a</sup>	5.91	7.18 <sup>b</sup>	7.63 <sup>a</sup>	5.52	7.23 <sup>b</sup>	7.27 <sup>a</sup>	5.42	6.79 <sup>b</sup>
<i>Caractéristiques de l'acquéreur</i>									
Rachat d'actions	23.07	-23.89	69.21 <sup>b</sup>	22.18	-25.87	67.57 <sup>b</sup>	22.04	-28.10	70.85 <sup>b</sup>
Levier	-0.31	-0.36	0.12	-0.30	-0.36	0.22	-0.30	-0.36	0.20
Rendement de l'actif	14.72	24.17	16.37	17.92	25.51	20.40	14.25	21.65	15.58
Ratio de liquidité	3.72	-17.30	10.09	5.42	-16.99	12.26	5.70	-15.97	11.81
<i>Caractéristiques de la cible</i>									
Rachat d'actions	-8.21	-77.51	-3.35	-10.59	-99.87	-3.28	-7.31	-97.84	-0.19
Levier	0.06	-0.47	0.10	0.05	-0.57	0.10	0.04	-0.57	0.09
Rendement de l'actif	-14.86 <sup>b</sup>	-23.51 <sup>c</sup>	-13.58	-14.73 <sup>b</sup>	-23.76 <sup>c</sup>	-13.42	-14.84 <sup>b</sup>	-22.20 <sup>c</sup>	-14.43
Ratio de liquidité	1.87	16.04	-4.45	2.48	16.83	-3.63	1.91	17.51	-4.76
<b>No. Obs.</b>	663	210	453	663	210	453	663	210	453
<b>R<sup>2</sup> ajusté</b>	7%	12%	8%	7%	11%	8%	7%	12%	8%

a, b et c indiquent la significativité au seuil de 1%, 5% et 10% respectivement.

## Conclusion du chapitre

L'objectif de ce chapitre a été de vérifier si les fusions-acquisitions déclenchent un bouleversement dans la politique de dividendes de l'acquéreur après la fusion. Cet objectif a été prouvé par l'analyse de l'effet de la politique de dividendes *ex ante* de la cible sur la politique de dividendes *ex post* de l'acquéreur. Le rendement en dividende, le ratio de distribution et le statut de paiement ont été utilisés comme mesures approximatives de la politique de dividendes de la firme fusionnée. Nous nous basons sur la théorie de l'effet de clientèle de Black et Scholes (1974) qui démontre que la politique de dividendes de la société reflète les préférences de ses actionnaires. Notre hypothèse consiste donc à supposer que l'acquéreur est susceptible d'ajuster sa politique de dividendes après la fusion en réponse au type de clientèle des actionnaires de la cible.

Pour tester cette intuition, nous nous référons au départ à des modèles linéaires sur les tendances moyennes de distribution de dividendes et puis au modèle de Lintner (1956). L'estimation des paramètres du modèle de Lintner permet la collecte d'informations spécifiques à la politique de dividendes pré-fusion de chaque firme impliquée dans le cadre d'une estimation globale de la politique de dividendes post-fusion de l'acquéreur. Notre estimation est basée sur 663 opérations de fusions-acquisitions annoncées sur la période entre 1987 et 2005. Nos résultats sur le ratio de distribution confirment notre première hypothèse et montrent que l'acquéreur en titres présente un meilleur ajustement de sa politique de dividendes à la politique de dividendes antérieure de la cible. Dans une analyse complémentaire, et en se basant sur la théorie de résistance de la cible sous l'hypothèse de l'amélioration de la richesse des actionnaires, nous testons l'effet de compensation de la prime de fusion du moment où elle peut couvrir la perte de dividende ou le futur manque à gagner subi par l'actionnaire de la cible. Nos résultats sur la vitesse d'ajustement mettent en évidence le rôle de la prime de fusion, lors des offres en cash, dans la compensation du coût d'opportunité de l'actionnaire de la cible étant donné qu'il sera dénué *à posteriori* de la qualité supérieure du dividende de l'acquéreur. Ce résultat confirme un des deux effets de compensation supposés par notre deuxième hypothèse. Il apporte un éclairage sur l'une des facettes de la valeur intrinsèque de la prime en tant que levier redressant la divergence de dividendes entre les firmes fusionnées.

CHAPITRE 3. CONTENU  
INFORMATIONNEL DE LA POLITIQUE  
DE DIVIDENDES DE L'ACQUÉREUR ET  
MODE DE PAIEMENT DE LA FUSION

## Introduction du chapitre

De très nombreuses théories ont été développés afin d'expliquer le choix du mode de paiement d'une fusion-acquisition. Grâce à cette multitude de théories concurrentes, les études ont réussi à identifier divers facteurs pouvant affecter le recours au cash, aux actions ou aux offres mixtes. Etant donné le peu d'études menées à ce jour sur la politique de dividendes comme un éventuel déterminant de la méthode de règlement des acquisitions, il nous a paru important d'en analyser les traits saillants.

Lors de la prise d'une décision concernant le moyen à utiliser pour financer une acquisition, l'acquéreur est confronté à un choix entre un paiement en liquidité, un échange de titres ou un mélange des deux. La plupart des acquéreurs disposent de peu de cash. De la sorte, le paiement en liquidité induit généralement un financement par la dette. Ainsi, l'acquéreur est confronté implicitement à un choix entre la dette ou le financement par capitaux propres, ce qui le rend partagé entre des problèmes d'asymétrie d'information issus de l'émission de fonds propres et les risques de détresse issus de l'émission des dettes. Les modèles d'asymétrie d'information qui peuvent expliquer le choix du mode de paiement dans les fusions-acquisitions ont été initialement développés par Myers et Majluf (1984). Ils supposent une double asymétrie d'information qui consiste à la détention de chacun de l'acquéreur et de la cible d'une information privée au sujet de leurs propres valeurs. Selon leur modèle, les rendements anormaux négatifs des transactions à base d'actions expliquent non seulement la mauvaise performance de la combinaison, mais aussi un manque d'information sur la valeur réelle des actions échangées. Ce résultat approuvé par Hansen (1987) et Fishman (1989) reste vulnérable lorsque nous prévoyons à chaque fois le même impact négatif du paiement en actions sans se poser la question sur les caractéristiques des actions utilisées. Basé sur le critère de la rémunération provenant de l'action, nous supposons que la politique de dividendes de l'acquéreur peut être un des déterminants du choix du mode de paiement de l'acquisition. Ensuite, nous tentons de construire sur les recherches antérieures une évidence qui justifie le rôle du dividende qui découle de l'action utilisée pour payer l'opération à réduire l'effet de richesse négatif du règlement en titres des acquisitions de cibles cotées.

Les résultats de notre analyse sur les acquisitions de cibles cotées montrent que la probabilité de paiement en actions est significativement plus élevée lorsque les acquéreurs versent un dividende plus élevé. De plus, en cohérence avec les études précédentes, nous constatons que diverses caractéristiques de l'opération, de l'acquéreur et de la cible peuvent servir comme déterminants du mode de paiement. Nous étudions également la réaction du marché aux acquisitions en titres de cibles cotées, selon que l'entreprise acquéreuse est payeuse de dividendes ou non. En se basant sur l'évidence de l'effet de richesse négatif des acquisitions en titres de cibles cotées et sur l'hypothèse du contenu informationnel du dividende, nous pensons que les acquéreurs qui versent des dividendes vont saisir des rendements anormaux plus favorables autour de l'annonce d'une acquisition en titres d'une cible cotée, que les acquéreurs non-payeurs. Nos résultats sont compatibles avec l'hypothèse de Myers et Majluf (1984) que les rendements à l'annonce des acquéreurs sont négativement corrélés à la proportion de paiement en titres étant donné que l'acquéreur n'utilise ses actions que lorsqu'ils sont surévalués. En outre, nous trouvons, comme constaté par Chang (1998), que les effets négatifs de l'incertitude sur la valorisation de l'acquéreur sont plus manifestés dans l'échantillon des acquisitions de firmes cotées. Et plus important encore, nos résultats apportent un appui empirique pour la contribution de la politique de dividendes de l'acquéreur dans le redressement de son rendement négatif autour de l'annonce d'une acquisition en titres d'une firme cotée.

La structure de ce chapitre est organisée comme suit: la première section présente une revue de littérature liée au choix du mode de paiement dans un contexte d'asymétrie d'information, et le contenu informationnel du dividende. Une description des hypothèses, des données et de la méthodologie est présentée dans la deuxième section. Les résultats empiriques sont discutés dans la section trois. Enfin, le résumé et les conclusions sont présentés dans la section quatre.

## **Section 1. Mode de paiement et contenu informationnel du dividende**

De nombreuses recherches en finance se sont penchées sur la question du choix de la méthode de paiement dans le cadre des opérations de fusions-acquisitions. Les premiers travaux empiriques se sont concentrés sur l'impact du choix du mode de paiement sur la richesse des actionnaires. Parallèlement, des modèles ont été développés afin d'expliquer le choix du mode de paiement dans une asymétrie informationnelle entre la société initiatrice et la société cible. D'un autre côté, plusieurs études ont suggéré des moyens pour faire face à l'effet réducteur de l'information asymétrique, parmi lesquels figure le dividende qui grâce à son contenu informationnel peut révéler des informations utiles sur l'entité en question. Les objectifs de cette section sont multiples. Il s'agit, dans un premier temps, de présenter les théories de l'asymétrie d'information expliquant le choix du mode de paiement des fusions-acquisitions, et son effet sur la création de valeur pour l'acquéreur. Le second objectif sera de dresser les théories révélant le caractère informatif du dividende.

### **1. Mode de paiement et asymétrie d'information**

Les théories d'asymétrie d'information qui expliquent le choix du mode de paiement des fusions-acquisitions ont été introduites initialement par Myers et Majluf (1984). Ces auteurs montrent que, dans un environnement d'information asymétrique, le choix de la méthode de paiement révèle différentes informations sur l'acquéreur. Selon leur argument d'anti-sélection, le dirigeant de l'acquéreur qui détient des informations précises sur la valorisation de la firme et qui veut agir dans l'intérêt des actionnaires existants, peut choisir de payer son acquisition en utilisant des titres surévalués. En conséquence, la préoccupation des investisseurs par ce problème de sélection adverse entraîne une réaction négative du marché à l'annonce de l'acquisition en titres. En revanche, dans le cas d'une opération en cash, les actifs de l'acquéreur seront considérés sous-évalués et l'annonce va induire des rendements boursiers anormaux plus élevés que pour les opérations en titres.

L'impact de l'asymétrie d'information sur le choix de la forme de paiement a été confirmé par plusieurs études empiriques : Travlos (1987), Hansen (1987), Fishman (1989), Berkovitch et Narayanan (1990), Eckbo et al. (1990), Cornu et Isakov (2000), Shleifer et Vishny (2003), Schlingemann (2004), entre autres. Dans leur analyse de la façon dont l'information asymétrique affecte la décision d'investissement par émission d'actions, le modèle de Miller et Rock (1982) prédit un impact négatif sur le rendement boursier de la firme, mais ne tient pas compte de la nature du titre émis (action ou obligation). L'étude de Myers et Majluf (1984) affirme que le cours boursier baisse lorsque l'action est émise alors qu'il ne devrait pas baisser quand la dette est émise. Ils en déduisent que plus l'instrument émis est risqué, plus l'impact négatif sur le cours boursier est important. Cependant, Myers et Majluf (1984) montrent que la décision d'émettre des actions a toujours un effet de richesse réducteur indépendamment du fait que ces actions donnent droit à un dividende ou pas.

Hansen (1987) révèle un équilibre à double asymétrie d'information où l'acquéreur propose des titres quand il est surévalué et offre de la liquidité quand il est sous-évalué, et la firme cible utilise à la fois le mode de paiement et la taille de l'action proposée comme un signal révélateur de la valeur de l'acquéreur. Étant donné cette stratégie de la cible, l'acquéreur choisit de façon optimale le mode de paiement et la taille de l'offre de façon à maintenir les croyances des actionnaires de la cible. Cette situation nécessite des moyens à travers lesquels l'acquéreur pourrait signaler sa valeur pour les actionnaires de la cible et réduire sa mauvaise évaluation lorsqu'il opte pour les actions pour régler son acquisition.

Selon Travlos (1987), les investisseurs considèrent une offre en numéraire comme une bonne nouvelle, et une offre par échange de titres comme une mauvaise nouvelle sur la vraie valeur de l'acquéreur. Le paiement en actions ordinaires devrait donc avoir un impact négatif sur les rendements boursiers en raison des effets de sélection adverse et des effets de co-assurance<sup>62</sup>. Toutefois, une offre en numéraire pourrait absorber le rendement négatif de l'action de l'acquéreur causé par l'effet de co-assurance. Fishman

---

<sup>62</sup> L'effet de co-assurance a été avancé par Lewellen (1971). Il fait valoir que la combinaison de deux entreprises qui n'ont pas une corrélation positive parfaite de leurs cash-flows peut diminuer le risque de défaut de l'entité combinée, et donc d'augmenter sa capacité d'endettement. Ainsi, une offre en actions mènera à un transfert de richesse des actionnaires aux obligataires, ce qui implique une chute du cours boursier.

(1989) montre que l'offre en cash a un plus faible « coût de signalisation » par rapport à l'offre en titres, et qu'elle garantit une offre de préemption face aux surenchérissements en signalant une valorisation élevée de la cible. Cependant, il montre que l'offre de titres aux actionnaires de la cible présente l'avantage de permettre au management de la cible de vérifier l'efficacité de l'offre proposée. Eckbo et al. (1990) identifient un équilibre séparant dans lequel la valeur de l'acquéreur est une fonction croissante de la fraction du cash utilisé pour financer l'acquisition.

Travlos (1987) trouve un rendement à l'annonce négatif pour l'acquéreur qui absorbe en titres une cible cotée. D'un autre côté, Chang (1998) constate un rendement anormal positif de l'acquéreur autour de l'annonce d'une offre en titres pour une cible non cotée<sup>63</sup>. Il explique cela par le fait que les propriétaires de la cible non cotée exercent généralement un meilleur contrôle sur l'entreprise acquéreuse. Moeller et al. (2004) expliquent l'issue plus profitable des acquisitions de cibles non cotées par l'effet de taille. Ils soulignent des rendements anormaux plus élevés pour les acquéreurs de petite taille, indépendamment de la forme de paiement. Officer et al. (2009) enquêtent sur les sources de gains pour les acquéreurs de cibles non cotées. Ils montrent que le recours aux actions comme mode de paiement est bénéfique pour l'acquéreur puisque c'est l'option optimale lorsque la cible est difficile à évaluer. Cette constatation est cohérente avec celle de Hansen (1987) sur l'utilisation du « *stock-swap* » qui pourrait atténuer l'asymétrie d'information sur la cible non cotée.

Cette étude vise à explorer l'asymétrie d'information du côté de l'acquéreur dans les acquisitions d'entreprises cotées en bourse dans le but de trouver un dispositif possible qui peut lever cette incertitude, et rendre ainsi les rendements à l'annonce de l'acquéreur non-négatifs. Notre prédiction est qu'un tel dispositif pourrait être un déterminant important du mode de paiement des acquisitions de sociétés cotées.

---

<sup>63</sup> Chang (1998); Fuller, Netter et Stegemoller (2002) et Moeller, Schlingemann et Stulz (2004) identifient un sous-échantillon de prises de contrôle bénéfiques aux actionnaires des acquéreurs qui sont les prises de contrôle de cibles non-cotées.



## 2. Le contenu informationnel du dividende

Aux États-Unis, il est bien établi que le marché réagit aux déclarations des dividendes, ce qui montre que les dividendes contiennent souvent des informations sur la firme (ex. Pettit, 1972; Charest, 1978; Bhattacharya, 1979). Il y a une longue lignée de littérature qui cherche à savoir si les managers utilisent les dividendes comme des dispositifs de signalisation pour transmettre des informations utiles au marché, connu sous l'hypothèse du contenu informationnel du dividende. Les modèles théoriques de Bhattacharya (1979), John et Williams (1985) et Miller et Rock (1985) montrent que les changements dans la politique de dividendes transmettent des nouvelles sur les flux de trésorerie futurs de l'entreprise. Ces modèles indiquent une réaction positive des prix à l'initiation ou à l'augmentation du dividende, et ceci grâce à l'information positive véhiculée sur les cash-flows futurs.

Bhattacharya (1979) développe un modèle dans lequel le dividende en cash fonctionne comme un signal sur les cash-flows futurs dans un cadre informationnel imparfait. Il précise que le coût de signalisation découle de l'imposition des dividendes à un taux d'imposition plus élevé que celui sur les gains en capital. Le modèle de John et Williams (1985) montre qu'un dividende imposable est un signal crédible de la performance de la firme car il est coûteux à imiter par les entreprises à mauvaise performance. Cependant, certains managers se permettent d'annoncer l'augmentation de leurs dividendes dans un objectif d'assigner une image positive à la situation de l'entreprise. Miller et Rock (1985) indiquent que, dans un monde où le marché considère les dividendes annoncés comme un indice sur les bénéfices non observés, les tentations surgissent pour stimuler le cours boursier des actions en payant plus de dividendes que ce que le marché attendait. Néanmoins, le marché finira par apprendre la vérité et le prix de la firme sera réévalué à la baisse comme le montrent Modigliani et Miller (1961).

Afin de vérifier si les dividendes sont informatifs sur la valeur de l'entreprise, Penman (1983) compare le contenu informationnel des dividendes avec celui des bénéfices prévisionnels considérés comme alternative de signalisation. Les observations indiquent qu'à la fois les bénéfices prévisionnels et les dividendes révèlent des informations sur les futurs cash-flows. En effet, pour les entreprises dont les dividendes s'ajustent plus

rapidement aux bénéfices, l'information véhiculée par leurs dividendes est semblable à celle transmise par leurs prévisions de bénéfices. Cependant, pour les entreprises avec un ajustement relativement faible, les dividendes annoncés n'informent pas sur la valeur de la firme comme le font les bénéfices prévisionnels. Soutenant l'hypothèse du contenu informationnel des dividendes, Nissim et Ziv (2001) constatent que les changements de dividendes communiquent des informations sur le niveau de rentabilité dans les années futures. Leurs résultats sont plus robustes lorsque la rentabilité est mesurée en termes de bénéfices anormaux futurs qu'en termes de bénéfices futurs. Ces auteurs n'observent pas la même tendance dans le cas d'une diminution des dividendes. Ils expliquent l'absence d'association entre la baisse des dividendes et la rentabilité future par le conservatisme de la comptabilité.

Brealey et Myers (1996) reprennent la description de la politique de dividendes de Lintner (1956) dans laquelle le changement des dividendes dépendra des bénéfices courants et futurs. Ils insistent sur le contenu informationnel du dividende quand ils observent que les managers prennent en considération les bénéfices futurs avant chaque versement de dividendes. Miller (1987) souligne que les dividendes sont mieux décrits comme résultant des bénéfices « *lagging earnings* » que comme conduisant aux bénéfices « *leading earnings* ». Ainsi, il réfute l'analyse théorique basée sur la signalisation par les dividendes. Conformément aux conclusions de Watts (1973), Benartzi et al. (1997) ne trouvent aucune évidence que le changement de dividendes comporte un contenu informationnel sur le changement des résultats futurs, mais ils constatent que les dividendes en croissance sont moins susceptibles d'être suivis par une diminution de bénéfices. Skinner et Soltes (2011) apportent peu de preuves empiriques pour l'hypothèse du contenu informationnel des dividendes. Il montre qu'au cours des 25 dernières années, la politique de dividendes globale est devenue plus conservatrice que ce fut le cas dans les années '70. Face à ces deux courants de recherche, nous réexaminons l'hypothèse du contenu informationnel des dividendes dans le contexte des fusions-acquisitions. Le concept clé qui sous-tend cette idée est que la politique de dividendes de la firme fusionnée pourrait transmettre des informations pouvant réduire l'incertitude sur sa valorisation et atténuer l'environnement d'asymétrie d'information qui caractérise généralement les opérations de fusions-acquisitions.

## Section 2. Hypothèses, échantillon et méthodologie

Cette section propose, en premier lieu, une formulation des prédictions/hypothèses à tester en se basant essentiellement sur les postulats liés au contenu informationnel du dividende et à l'effet valeur associé au signal par le dividende. Elle présente ensuite la procédure de la constitution de notre échantillon d'opérations de fusions-acquisitions, et sa description selon différents critères. Elle explique, enfin, la méthodologie à suivre dans l'estimation de la politique de dividendes et des rendements anormaux autour de l'annonce de la fusion.

### 1. Formulation des hypothèses

Tout d'abord, nous testons empiriquement une prédiction théorique qui postule que la politique de dividendes de l'acquéreur peut affecter le choix du mode de paiement de l'acquisition. Sur la base de la littérature documentée dans la section précédente, nous pensons qu'il existe une relation positive entre la proportion du règlement en actions et la mesure de la politique de dividendes de l'acquéreur avant la fusion. Cela dit que le management de l'entreprise acquéreuse devrait considérer sa politique de dividendes comme un facteur pouvant réduire l'incertitude sur sa valorisation lors du choix de ses actions pour régler son acquisition. Nous formulons donc l'hypothèse que la méthode de paiement est plus susceptible d'être des titres si l'acquéreur est un fort payeur de dividendes.

***H1: Lors d'une fusion-acquisition, la probabilité de paiement en actions augmente avec le niveau et la qualité de la politique de dividendes de l'acquéreur.***

Officer et al. (2009) soulignent que le rendement de l'acquéreur en titres n'est plus négatif lorsqu'il s'agit d'une cible non cotée. En effet, une telle cible est généralement difficile à évaluer et rend l'estimation du rendement anormal de l'acquéreur par les participants du marché difficile à appréhender. Par conséquent, l'utilisation des actions pour absorber la cible atténue la sélection adverse sur la valorisation de la cible non cotée. Toutefois, dans le cas d'acquisitions de cibles cotées, la surévaluation de l'acquéreur peut entraîner des rendements anormaux négatifs autour de l'annonce comme c'était démontré par Chang (1998). Notre hypothèse centrale suppose que la

politique de dividendes de l'acquéreur peut réduire l'évaluation erronée du titre de l'acquéreur. Par conséquent, les acquéreurs versant des dividendes dans un échantillon d'acquisitions de firmes cotées peuvent capturer des rendements anormaux à l'annonce moins négatifs que les acquéreurs qui ne versent pas de dividendes. Nous présumons ainsi que l'effet de richesse négatif du paiement en titres sur l'acquéreur est moindre pour les acquéreurs payeurs de dividendes.

***H2: Lors d'une acquisition en actions d'une firme cotée, la qualité et le niveau de la politique de dividendes de l'acquéreur réduit la réaction négative du marché à l'annonce de l'opération.***

## 2. Construction de l'échantillon

Notre échantillon d'acquisitions couvre les opérations annoncées au cours de la période entre 1987 et 2007. Il est extrait de la base *SDC (Securities Data Company)* disponible au laboratoire de recherche *LSMRC*. Etant donné que les données requises pour l'étude de la politique de dividendes de l'acquéreur s'étendent sur une période de cinq ans, nous ne pouvons pas analyser les transactions annoncées avant 1987 étant donné que la disponibilité des données sur les dividendes durant ces années est réduite.

A partir d'un échantillon initial de 67 863 offres achevées menées entre 1987 et 2007, nous sélectionnons les transactions qui ont une valeur supérieure à 1 million de dollar<sup>64</sup>. L'acquéreur dans ces prises de contrôle doit avoir acheté 50% ou plus des actions de la firme cible<sup>65</sup>. Ces critères de sélection aboutissent à 30 154 opérations d'acquisitions.

Nous exigeons également que (i) les cours boursiers de l'acquéreur et de l'indice de marché, (ii) le bénéfice par action annuel et le dividende par action annuel de l'acquéreur soient disponibles dans la base de données *CRSP-Compustat Merged*, et (iii) la méthode de paiement en pourcentage de titres et/ou de cash, et autres données comptables sur les entreprises fusionnées soient disponibles dans *SDC Database*. Ces

---

<sup>64</sup> La valeur de l'opération inclut le montant payé pour l'ensemble des actions ordinaires, équivalents d'actions ordinaires, actions privilégiées, la dette, les options, les actifs, les mandats, et les prises de participation effectués dans les six mois de la date d'annonce de la transaction (Fuller et al., 2002).

<sup>65</sup> Officer et al. (2009) exigent un taux d'acquisition de 50% des actions de la cible, et demande à ce que l'acquéreur doive détenir 100% après l'opération en question.

restrictions de données résultent en un échantillon final de 2260 opérations. La **Table 23** présente la procédure de construction de l'échantillon d'étude à partir des critères imposés.

**Table 23.** Procédure de sélection de l'échantillon d'étude

<i>Critères de sélection</i>	<i>Nombre d'opérations restantes</i>	<i>Valeur moyenne des opérations (\$mil)</i>
Opérations américaines de F&A achevées, impliquant des acquéreurs cotés: Janvier 1987 - Décembre 2007.	67 863	-
<b><i>Après avoir retiré les opérations dont:</i></b>		
.Valeur de l'opération < 1Mil\$.	36 215	-
%. des titres acquis lors de l'opération < 50%.	30 154	263
<b><i>Après avoir retiré les firmes en manque de:</i></b>		
.Numéro permanent au CRSP.	27 160	283
.Données financières (DPA, BPA et Cours boursier)	14 193	403
.Données comptables	2 363	1 350
.Cours boursiers journaliers (+ Indice de marché)	<b><u>2 260</u></b>	1 265

### 3. Description de l'échantillon

L'échantillon final est regroupé en deux catégories de paiement<sup>66</sup>. La première catégorie comprend 661 acquisitions qui sont payées uniquement avec des titres. La deuxième catégorie comprend 1 599 acquisitions financées purement en cash, ou par un mélange d'actions et de cash.

<sup>66</sup> Martin (1996), Faccio et Masulis (2005) et officier et al. (2009) ont regroupé la méthode de paiement en trois catégories: CASH SEULEMENT comprend les offres qui ont été financées seulement en cash. STOCK SEULEMENT comprend les offres qui ont été financées purement en titres. PAIEMENT MIXTE comprend les paiements en un mélange d'espèces et d'actions. Dans notre échantillon, nous constatons que les transactions qui ne sont pas financées purement par actions sont généralement payées en espèces, avec une faible proportion de titres. C'est la raison pour laquelle, nous regroupons nos opérations en deux grands groupes de paiement en rassemblant les offres mixtes avec les offres en cash.

**Table 24.** Distribution annuelle des acquisitions entre 1987 et 2007 par mode de paiement et par statut de la cible

Année	Total		Titres			Cash/mixte		
	Nombre d'opérations	Valeur moyenne des op. (\$mil)	Cibles non cotées	Cibles cotées	Total	Cibles non cotées	Cibles cotées	Total
1987	49 (2.16%)	300	0	12	12	1	36	37
1988	60 (2.65%)	309	1	7	8	6	46	52
1989	39 (1.72%)	551	2	9	11	2	26	28
1990	26 (1.15%)	404	0	7	7	3	16	19
1991	29 (1.28%)	278	1	9	10	6	13	19
1992	46 (2.03%)	216	8	11	19	7	20	27
1993	68 (3%)	638	7	11	18	17	33	50
1994	99 (4.38%)	495	12	28	40	26	33	59
1995	93 (4.11%)	714	4	39	43	4	46	50
1996	123 (5.44%)	1069	0	50	50	3	70	73
1997	177 (7.83%)	908	6	58	64	31	82	113
1998	210 (9.29%)	2282	3	70	73	29	108	137
1999	208 (9.20%)	1692	11	57	68	23	117	140
2000	192 (8.49%)	2884	11	64	75	17	100	117
2001	167 (7.38%)	921	5	52	57	25	85	110
2002	102 (4.51%)	1026	3	20	23	17	62	79
2003	125 (5.53%)	526	2	25	27	31	67	98
2004	93 (4.11%)	1158	0	16	16	17	60	77
2005	114 (5.04%)	2121	2	19	21	26	67	93
2006	121 (5.35%)	1202	1	9	10	36	75	111
2007	119 (5.26%)	1007	1	8	9	40	70	110
<b>Total</b>	2260	1265	80 3.5%	581 25.7%	661 29.2%	367 16.2%	1232 54.5%	1599 70.7%

La **Table 24** affiche la distribution annuelle de l'échantillon de fusions-acquisitions et des sous-échantillons triés par mode de paiement et par statut de la cible. Les entreprises cibles sont cotées dans 1813 transactions. Parmi les 1813 cibles cotées, 581 sont absorbées en actions et 1232 sont achetées en espèces ou par une combinaison de liquidités et de titres. Parmi les 661 offres d'actions, 80 sont des offres pour contrôler

des cibles non cotées parmi lesquelles 27% sont réalisées à la fin des années '90 et 15% en 1994. Les 1 599 offres en cash ou mixtes comprennent 367 acquisitions de cibles non cotées, où 27% sont réalisées entre 2005 et 2007, et 22% entre 1997 et 1999. Les offres en cash ou mixtes restantes concernent des cibles cotées et sont accumulées en particulier au cours de la période 1996-2001. En outre, la **Table 24** montre la valeur moyenne des transactions par an. Conformément à la vague des fusions-acquisitions à la fin des années '90, la valeur totale des transactions affiche une tendance similaire étant donné que 48% de cette valeur concerne des transactions réalisées entre 1998 et 2000 (Moeller et al., 2005).

L'analyse sectorielle de l'échantillon est établie dans la **Table 25** qui expose la distribution des acquéreurs et des cibles selon leurs divisions sectorielles. Une distribution sectorielle des firmes acquéreuses est également effectuée par moyen de paiement utilisé lors de l'opération. De plus, les cibles sont réparties entre les différentes industries en fonction de leurs statuts. La division C, qui correspond au secteur de « Transformation » et qui rassemble les firmes ayant un code *SIC* (*Standard Industrial Classification*) compris entre 20 et 39, contient à peu près 44% du nombre total d'acquéreurs dans notre échantillon. Ces acquéreurs règlent plus souvent leurs opérations en cash (72%). Une deuxième division omniprésente dans l'échantillon est celle des « Services » (*SIC* : 70-89) qui touche 23% du total des firmes acquéreuses, dont 64% paient leurs acquisitions par cash ou par un mélange de cash et de titres. Le secteur financier concerne 238 acquéreurs (10%) dont 32% règlent leurs transactions en titres seulement. Le nombre important d'opérations en cash ou mixtes dans notre échantillon traduit ces pourcentages généralement faibles des acquisitions en titres sur tous les secteurs. Du côté de la cible, nous remarquons une accumulation plus prononcée dans la division des « Services » (27%) dont 75% représentent des cibles cotées. Pour le secteur de commerce, nous identifions seulement 8% de la totalité des cibles avec à peu près un quart qui représente des cibles non cotées.

**Table 25.** Distribution sectorielle des opérations par mode de paiement et par statut de la cible

<i>Secteur</i>	<i>Code SIC</i>	<i>Acquéreur</i>			<i>Cible</i>		
		<i>Titres</i>	<i>Cash/mixte</i>	<i>Total</i>	<i>Non cotée</i>	<i>Cotée</i>	<i>Total</i>
Exploitation minière	10-14	24	67	91	17	82	99
Construction	15-17	2	27	29	6	18	24
Transformation	20-39	276	731	1007	171	754	925
Transports, communications, électricité, gaz et services de santé	40-49	69	151	220	31	181	212
Commerce de gros	50-51	8	51	59	24	51	75
Commerce de détail	52-59	22	76	98	21	87	108
Finance, assurance et immobilier	60-67	77	161	238	25	175	200
Services	70-89	183	335	518	152	465	617
<b>Total</b>	-	661	1599	2260	447	1813	2260

#### 4. Méthodologie de mesure de la politique de dividendes et des rendements anormaux

Les informations sur le cours boursier, le dividende par action et le bénéfice par action nécessaires pour calculer les mesures de la politique de dividendes de l'acquéreur sont disponibles dans la base de données *CRSP-Compustat Merged*. Pour chaque acquéreur, nous recherchons des données annuelles au cours des cinq années précédant la transaction. Suivant la littérature récente sur les dividendes (Becker et al., 2011), nous mesurons la politique de dividendes en utilisant une série de variables: payeur de dividende, rendement en dividende et ratio de distribution<sup>67</sup>. Becker et al. (2011) mesurent la probabilité de versement de dividendes à partir de la variable « payeur de dividende », qui est un indicateur égal à 0 pour les non-payeurs et 1 pour les payeurs de dividendes. Le paiement de dividendes est calculé, dans cette étude, par la détection

<sup>67</sup> En plus de ces *mesures*, Becker et al. (2011) utilisent l'Initiation de dividende, le rendement de rachat et le ratio de versement net.



d'au moins un versement de dividendes au cours de la période d'analyse précédant la transaction<sup>68</sup>. Outre le fait de verser ou pas, nous examinons deux mesures du niveau de distribution: le rendement en dividende et le ratio de distribution. Si le ratio de distribution se focalise sur la partie relative du bénéfice après impôt versée aux actionnaires, le rendement en dividende quantifie de tels dividendes sur la base de la valeur marchande actuelle de l'action. A l'instar de Bond et Mbodja (1991) et Andres et al. (2009), nous exploitons un quatrième indicateur sur la qualité de distribution de dividendes afin de modéliser empiriquement le changement au fil du temps dans la politique de dividendes de l'acquéreur. En effet, des mesures telles que le rendement en dividende et le ratio de distribution ne peuvent pas expliquer les comportements dynamiques des firmes par rapport à une politique de dividendes cible. Dans ce cadre, et parallèlement à l'étude précédente, le modèle d'ajustement partiel du dividende de Lintner (1956) peut être une référence. Nous choisissons ainsi de contrôler la vitesse d'ajustement de dividendes de l'acquéreur avant la fusion, en adaptant le modèle de Lintner sur notre échantillon. L'estimation des paramètres du modèle de Lintner est effectuée par des données de panel balancées en tenant compte d'un effet fixe, où la constante du modèle est spécifique aux caractéristiques de l'entreprise. Cette technique permet de collecter des informations spécifiques à chaque comportement dans le cadre d'une estimation globale de l'ensemble des entreprises de notre échantillon. Comme nous l'avons mentionné au chapitre précédent, nous utilisons la vitesse d'ajustement pour évaluer la qualité de la politique de dividendes adoptée par l'acquéreur, alors que le rendement en dividende et le ratio de distribution évaluent son niveau.

Pour l'étude d'événement, les cours boursiers et les valeurs des indices de marché sont issus de la base de données *CRSP-Compustat Merged*. Nous ne travaillons que sur les prix de clôture affichés à chaque fin de séance. Pour calculer les rendements anormaux cumulés de l'acquéreur sur la période de trois jours (-1, +1) autour de la date d'annonce spécifiée par *SDC*, nous utilisons le modèle simple de régression à variables dichotomiques de Karafiath (1988). Cette méthode est comparable au modèle de marché traditionnellement utilisé dans les études d'événement. Elle possède l'avantage de ne pas

---

<sup>68</sup> A l'instar des travaux de Fama et French (2001) et DeAngelo et al. (2004), notre échantillon contient soit des acquéreurs qui paient des dividendes d'une manière régulière soit des acquéreurs qui n'ont jamais distribué de dividendes. Notons qu'il existe quelques acquéreurs qui paient des dividendes, mais de façon irrégulière et parfois étrange.

procéder en deux étapes lorsqu'on calcule les coefficients de régression sur la fenêtre d'estimation que l'on affecte aux calculs sur la fenêtre d'événement<sup>69</sup>. En effet, la méthode de Karafiath (1988) permet d'obtenir les résultats en une seule étape en affectant des variables binaires aux dates de la fenêtre d'événement. La fenêtre d'estimation est déterminée sur l'intervalle [-220, -20] et la fenêtre d'événement concerne les séances sur l'intervalle [-1, +1] où la date d'annonce prend la valeur 0. Les variables binaires prennent la valeur 1 pour les dates de la fenêtre d'événement, et 0 pour les autres dates. Pour une fenêtre de 3 jours, nous utilisons une équation de cette forme :

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt} + \sum_{n=1}^3 \tau_{jn} D_{nt} + \varepsilon_{jt}$$

Où  $j = 1, \dots, N$  et  $t = 1, \dots, T+3$  et  $n = 1, \dots, 3$ .

«  $N$  » est le nombre d'acquéreurs, «  $R_{jt}$  » représente la rentabilité du titre  $j$  à la date  $t$ , «  $R_{mt}$  » est la rentabilité de l'indice de marché,  $T$  est le nombre de jours de la période d'estimation et «  $D_{nt}$  » est la variable dichotomique égale à 1 si  $t$  appartient à la fenêtre d'événement et à 0 sinon. Cette équation comprend, pour chaque titre,  $T+3$  observations, et les coefficients sont calculés par la méthode des moindres carrés ordinaires. Le coefficient «  $\tau_{jn}$  » est égal à la rentabilité anormale «  $RA_{jt}$  » telle qu'elle est définie par le modèle de marché puisque les variables dichotomiques qui sont égales à 0 en dehors de la fenêtre d'événement n'affectent pas l'estimation des paramètres de marché. De même, la variabilité totale de l'action est découpée en deux composantes : une partie due à l'influence du marché, prise en compte dans le coefficient «  $\beta_j$  », et une partie due aux caractéristiques spécifiques de l'action, prise en compte dans le paramètre «  $\varepsilon_{jt}$  ». Il s'agit ensuite d'agréger les rentabilités anormales pour calculer la rentabilité anormale moyenne au temps  $t$  ( $RAC_{mt}$ ).

$$RAC_{mt} = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N RA_{jt}$$

---

<sup>69</sup> Par rapport à la méthode standard de l'étude d'événement de Fama et al. (1969) et Brown et Warner (1985), il n'y a pas d'obligation d'effectuer une mesure préalable du modèle de marché sur une fenêtre d'estimation que l'on répercute dans une deuxième étape sur la fenêtre d'événement.

Les résultats de l'étude d'événement sur l'échantillon de 2260 opérations de fusions-acquisitions sont présentés dans la section suivante, ainsi que les rendements anormaux moyens pour chaque sous-échantillon selon le mode de paiement, le statut de la cible et la politique de dividendes de l'acquéreur.

### Section 3. Analyse empirique

Notre analyse empirique s'effectue en trois étapes. La première étape consiste en une analyse univariée qui expose, tout d'abord, les statistiques descriptives de l'échantillon total et des sous-échantillons divisés selon le mode de paiement utilisé et le statut de l'entreprise cible. La deuxième étape consiste à dresser une régression logistique pour pouvoir exprimer le choix du mode de paiement en fonction de la politique de dividendes existante de l'acquéreur. Par ailleurs, nous tentons de tracer les tendances moyennes de distribution de dividendes des acquéreurs selon le mode de paiement utilisé afin de pouvoir comparer le degré de distribution de dividendes de l'acquéreur entre les acquisitions en titres et celles en cash/mixtes. La troisième étape applique une étude d'événement au sens de Karafiath (1988) afin d'estimer les rendements anormaux cumulés de l'acquéreur sur une fenêtre de trois jours autour de l'annonce. Les rendements anormaux moyens sont calculés pour chaque niveau de distribution de la firme acquéreuse et selon le mode de paiement de la transaction et le statut de la firme cible. Dans cette même étape, nous effectuons une analyse multivariée de la création de valeur pour l'acquéreur via deux régressions sur ces rendements anormaux cumulés en fonction du mode de paiement, et cela pour deux groupes d'acquéreurs divisés selon leur statut de paiement de dividendes (payeurs vs non-payeurs).

#### 1. Analyse univariée des acquisitions

La **Table 26** présente les valeurs moyennes et médianes des caractéristiques de notre échantillon. Les statistiques descriptives sur les détails de nos transactions sont présentées par le Panel A. Toutes les variables sont calculées en utilisant des données de *SDC*. Les attributs spécifiques aux opérations sont très différents selon le mode de paiement. La taille moyenne de l'opération pour les transactions réglées purement en titres est plus large que celle relative aux offres en cash ou mixtes (Faccio et Masulis, 2005). Au sein de chaque catégorie de paiement, la moyenne (médiane) est calculée en fonction du statut de l'entreprise cible. La valeur moyenne de l'offre adressée à une cible cotée est considérablement plus importante que celle relative à une cible non cotée (9 fois plus large au sein des transactions en titres). La taille moyenne d'une cible par rapport à celle de l'acquéreur est légèrement plus élevée pour les offres en titres. Elle est également plus importante pour les acquisitions de cibles cotées que pour les

acquisitions de cibles non cotées (Chang, 1998). Cela n'est pas surprenant vu que les cibles cotées en bourse sont généralement plus larges que les cibles non cotées.

**Table 26.** Moyennes et Médianes des caractéristiques de l'échantillon

Variables	Total		Titres				Cash/Mixte			
			Cibles non cotées		Cibles cotées		Cibles non cotées		Cibles cotées	
	Moy.	Med.	Moy.	Med.	Moy.	Med.	Moy.	Med.	Moy.	Med.
Nombre d'opérations	2260		80		581		367		1232	
<i>Panel A. Caractéristiques de l'opération</i>										
Valeur de l'opération	1265	174	243	41	2252	234	241	50	1171	233
Taille relative	0.31	0.12	0.28	0.08	0.34	0.15	0.27	0.11	0.30	0.11
% déjà détenu	6%	0%	1%	0%	4%	0%	1%	0%	9%	0%
Hostilité	0.02	0	0	0	0.01	0	0.01	0	0.03	0
Horizontalité	0.62	1	0.56	1	0.68	1	0.57	1	0.61	1
Nombre d'enchérisseurs	1.05	1	1	1	1.02	1	1.01	1	1.07	1
<i>Panel B. Caractéristiques de l'acquéreur</i>										
Levier d'endettement	1.27	1.04	0.33	0.49	1.30	0.95	1.19	0.86	1.33	1.15
Rendement de l'actif	13%	14%	3%	11%	13%	13%	11%	13%	14%	14%
Ratio de liquidité	0.15	0.07	0.26	0.18	0.15	0.08	0.18	0.09	0.13	0.06
Rendement cumulé_1 <sup>70</sup>	0.29	0.23	0.57	0.42	0.40	0.34	0.34	0.30	0.20	0.18
R. cumulé_1 du marché <sup>71</sup>	0.10	0.12	0.09	0.10	0.12	0.14	0.09	0.11	0.09	0.12
<i>Panel C. Caractéristiques de la cible</i>										
Levier d'endettement	0.49	0.89	0.57	0.62	1.08	0.70	0.05	1.07	0.35	1.01
Rendement de l'actif	0.11	0.11	0.19	0.09	0.03	0.10	0.15	0.16	0.15	0.11
Ratio de liquidité	0.17	0.07	0.25	0.12	0.19	0.11	0.14	0.05	0.16	0.05
<i>Panel D. Politique de dividendes de l'acquéreur</i>										
Payeur de dividendes	0.49	0	0.69	1	0.53	1	0.66	1	0.41	0
Rendement en dividende	1%	0.2%	1%	0	1%	0	1%	0	1%	0.4%
Ratio de distribution	22%	0.3%	11%	0	21%	0	13%	0	26%	6%
Vitesse d'ajustement	0.17	0	0.05	0	0.20	0	0.09	0	0.18	0

<sup>70</sup> Il s'agit du rendement cumulé de l'action de l'acquéreur sur l'année précédant l'annonce de la transaction « *Acquirer Run-up* ».

<sup>71</sup> Il s'agit du rendement cumulé de l'indice de marché sur l'année précédant l'annonce de la transaction « *Market Run-up* ».

Le pourcentage d'actions déjà détenues par l'acquéreur avant la fusion (*Toehold*) est, en moyenne, 0.06 pour l'ensemble de l'échantillon. Il est trop faible et généralement égale à zéro dans notre échantillon (la médiane est égale à 0 pour tous les sous-échantillons). En outre, les offres hostiles sont rares dans l'échantillon, et particulièrement moins fréquentes dans les offres en titres<sup>72</sup> (Huang et Walking, 1987). Dans 62% des acquisitions, l'acquéreur et la cible appartiennent au même secteur sur la base du code *SIC* à deux chiffres. La probabilité que les firmes combinées soient du même secteur ne diffère pas significativement selon le mode de paiement et le statut de la cible. Le nombre moyen d'enchérisseurs est légèrement plus faible pour les acquisitions de cibles non cotées et ne diverge pas selon le mode de paiement.

Le Panel B de la **Table 26** présente les valeurs moyennes des variables relatives aux caractéristiques de l'acquéreur. Contrairement à Faccio et Masulis (2005), nous observons que les acquéreurs à fort levier choisissent les rapprochements en cash ou mixtes plus fréquemment. Du point de vue économique, les acquéreurs profitables sont plus susceptibles de payer leurs acquisitions en numéraire. Les acquéreurs qui paient leurs acquisitions en actions ont un ratio de liquidité plus élevé que ceux qui paient en liquidités ou par un mélange de liquidités et de titres<sup>73</sup>. Le rendement cumulé de l'action de l'acquéreur sur l'année précédant l'annonce de la transaction « *run-up* » est plus élevé pour les opérations en titres<sup>74</sup>. Panel C montre également les moyennes et médianes des spécificités de la cible. La capacité d'endettement de la cible est plus élevée dans les opérations en cash ou mixtes, et diffère sensiblement entre les deux sous-échantillons selon le statut de la cible. Le ratio moyen de liquidité de la cible pour les opérations payées en titres uniquement est plus important que celui pour les autres opérations. La rentabilité économique de la cible est plus élevée pour les acquisitions en titres de firmes non cotées.

---

<sup>72</sup> Huang et Walking (1987) et Morck et al. (1988a) montrent que les acquéreurs payent en cash les acquisitions hostiles afin de faire face à l'opposition du management de la cible et parfois de ses grands actionnaires.

<sup>73</sup> Martin (1996) constate que la valeur de la liquidité de l'acquéreur calculée par le rapport du montant du cash et des titres négociables sur le montant payé pour l'entreprise cible est plus élevée pour les opérations en cash.

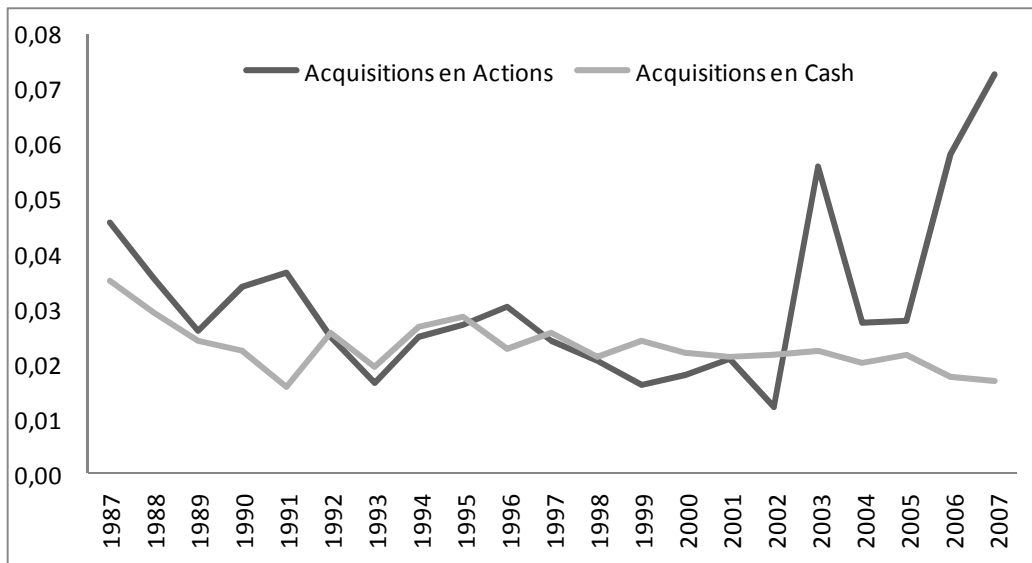
<sup>74</sup> Le point de vue conventionnel est que le « *run-up* » reflète les rumeurs d'une OPA sur la base d'informations qui sont déjà connues par l'acquéreur (Jarrell et Poulsen, 1989). Par conséquent, le « *run-up* » prévoit le mode de paiement à utiliser ainsi que la prime qui sera offerte, et fait en sorte que la révision du choix du mode de paiement avant l'offre est inutile.

**Table 26**, Panel D indique que les mesures de distribution de dividendes de l'acquéreur sont, en moyenne, différentes entre les sous-échantillons selon la méthode de paiement. En comparant le paiement de dividendes entre les offres en cash et les offres en titres, nous pouvons remarquer que l'acquéreur est plus susceptible d'être un payeur de dividendes dans le cas d'une acquisition en actions. En fonction du statut de la cible, la probabilité de paiement de dividendes de l'acquéreur est moins prononcée pour les offres adressées aux cibles cotées. Le rendement en dividende reste inchangé entre les alternatives de règlement. Toutefois, le ratio de distribution est inférieur pour les transactions par échange d'actions, et sensiblement plus élevé pour les acquisitions de cibles cotées. La vitesse d'ajustement du dividende est, en moyenne, de 0.17 pour l'intégralité des opérations. Elle est plus faible pour les offres adressées aux cibles non cotées. Ces mesures de distribution affichent des résultats conflictuels de l'analyse univariée sur la base du mode de paiement, c'est pourquoi une évaluation appropriée de leurs effets marginaux sur le mode de paiement des fusions-acquisitions nécessite une analyse multivariée plus détaillée.

## 2. Résultats du modèle logistique

Au préalable, nous traçons les moyennes annuelles des politiques de dividendes adoptées par les acquéreurs payeurs dans notre échantillon sur la période entre 1987 et 2007, et cela selon que l'acquisition est réglée en titres ou en cash. La **Figure 11** trace les moyennes des rendements en dividende des acquéreurs payeurs de dividendes. Le niveau du rendement en dividende est souvent supérieur pour le cas des acquisitions en titres. La différence est faible à l'exception de celle des années entre 2003 et 2007.

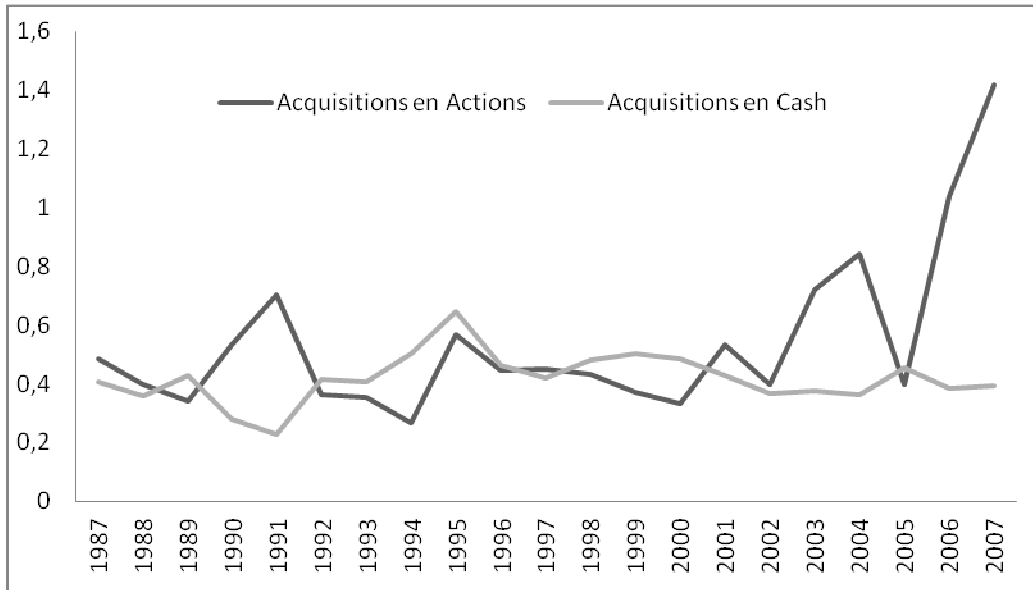
**Figure 11.** Rendements en dividende moyens des acquéreurs, payeurs de dividendes entre 1987 et 2007.



La **Figure 12** montre les moyennes des ratios de distribution des acquéreurs payeurs de dividendes. Nous observons un niveau moyen du ratio de distribution des acquéreurs en cash qui est au-dessus de celui des acquéreurs en titres entre 1992 et 2002. A partir de l'année 2002, le ratio moyen des acquéreurs en actions dépasse le ratio des autres acquéreurs. A la différence du taux de distribution des acquéreurs en cash, les moyennes de distribution des acquéreurs en titres affichent des variations plus fortes au long de la période d'étude. La **Figure 13** expose les moyennes des vitesses d'ajustement des acquéreurs payeurs de dividendes, calculés selon le modèle d'ajustement partiel de Lintner (1956). Les vitesses d'ajustement moyennes sont plus oscillantes que les deux autres indicateurs. Elles varient entre -0.1 et 0.8, alors qu'elles ne dépassent pas 0.5 pour le cas des acquéreurs en cash.

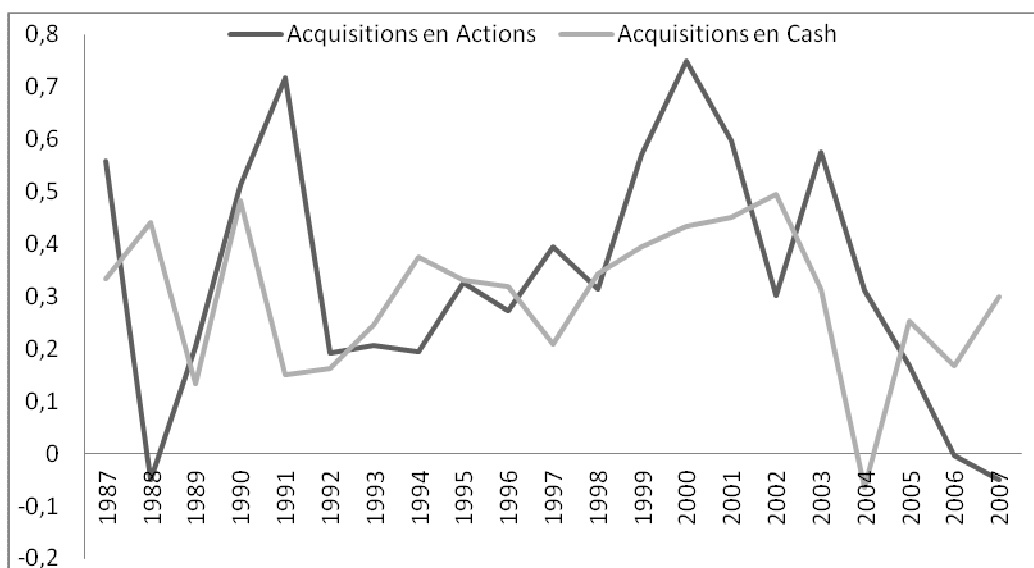


**Figure 12.** Ratios de distribution moyens des acquéreurs, payeurs de dividendes entre 1987 et 2007.



L'importance relative des variables sur la politique de dividendes de l'acquéreur dans la détermination du mode de paiement est évaluée à l'aide de régressions logistiques binomiales, dans lequel la variable dépendante est la variable binomiale « Tout-en-titres » qui prend la valeur 1 pour les prises de contrôle payées purement en titres et 0 pour les acquisitions payées en espèces ou avec une combinaison d'espèces et d'actions. Etant donné que nous nous concentrons sur l'effet du niveau de distribution de l'acquéreur sur la forme de paiement, nous limitons notre analyse logistique sur les acquisitions impliquant des acquéreurs qui versent des dividendes (N = 1142). En suivant le modèle utilisé par Martin (1996), nous estimons l'impact de la politique de dividendes de l'acquéreur sur la probabilité de régler en titres en utilisant trois différents « *proxies* » sur le comportement de paiement de dividendes. Nous nous attendons à ce que les mesures de dividendes soient en corrélation positive avec la probabilité de paiement en actions.

**Figure 13.** Vitesses d'ajustement moyennes des acquéreurs, payeurs de dividendes entre 1987 et 2007.



Suivant Chemmanur et al. (2009), nous contrôlons l'effet des détails de l'opération en incluant la valeur de la transaction et la taille relative de la cible par rapport à l'acquéreur. Nous contrôlons aussi les caractéristiques des entreprises acquéreuses et des entreprises cibles tels que le levier d'endettement, la profitabilité et la trésorerie, calculés à la fin de l'exercice fiscal précédant l'annonce de l'acquisition. L'effet de levier de l'acquéreur devrait être positivement lié à un paiement en actions. La profitabilité (rendement de l'actif) est définie par le ratio de l'EBITDA au total de l'actif. Les acquéreurs avec plus de retour sur leurs actifs ont tendance à verser plus de dividendes, et à se servir de leurs actions positivement évaluées pour payer l'acquisition. La disponibilité du cash pour la cible, mesurée par le rapport du total de cash et des titres négociables au total de l'actif, devrait avoir un effet positif sur la probabilité de paiement en actions. En effet, l'acquéreur en manque de cash aurait tendance à offrir ses actions pour absorber une entreprise générant plus de cash. Conformément à Faccio et Masulis (2005), nous avons également tenu compte d'une éventuelle relation entre le rendement cumulé de l'acquéreur et de l'indice du marché « *run-up* », et le mode de paiement utilisé.

**Table 27.** Régression logistique du mode de paiement.

Var. Dep.	<b>Mode de paiement</b> (1 si purement en titres et 0 sinon)			
Var. Indep.	Signe prévu	Total	Cibles non cotées	Cibles cotées
Intercept		1.77 <sup>a</sup>	0.49	1.24 <sup>a</sup>
<b>Variables d'intérêt</b>				
Acq.Yield	+	8.63 <sup>c</sup>	-8.12	5.60 <sup>a</sup>
Acq.Payout	+	-0.09	0.20	-0.27
Acq.Adj_Speed	+	0.17	-1.15 <sup>c</sup>	0.11 <sup>b</sup>
<b>Caractéristiques de l'opération</b>				
Valeur de l'opération	+	0.04 <sup>a</sup>	-0.01	0.01 <sup>a</sup>
Taille relative	+	-0.12	-0.25	0.03
% déjà détenu	-	-0.64 <sup>b</sup>	-11.94	-0.75 <sup>a</sup>
Hostilité	-	0.04	-11.02	-0.72
Horizontalité	+	0.39 <sup>a</sup>	-0.08	0.35 <sup>a</sup>
Nombre d'enchérisseurs	-	-0.77 <sup>b</sup>	-9.47	-0.98 <sup>a</sup>
<b>Caractéristiques de l'acquéreur</b>				
Levier	+	0.02	-0.13	-0.01
Rendement de l'actif	+	-0.95	-4	-1.41 <sup>a</sup>
Ratio de liquidité	-	0.78	1.73	0.33
Rendement cumulé _1	+	0.89 <sup>a</sup>	0.40 <sup>b</sup>	0.90 <sup>a</sup>
Rendement cumulé _1 du marché	+	-0.01	-0.08	0.35
<b>Caractéristiques de la cible</b>				
Levier	+	0.04	0.01	0.01
Rendement de l'actif	-	-0.10	-0.14	-0.02
Ratio de liquidité	+	0.48	0.68	0.69 <sup>a</sup>
<b>No. Obs.</b>		1142	149	993
<b>Ratio de vraisemblance</b>		180.45 <sup>a</sup>	140.94 <sup>a</sup>	215.76 <sup>a</sup>
<b>% Classement correct</b>		78.20	64.90	83.70

a, b et c indiquent la significativité au seuil de 1%, 5% et 10% respectivement.

La **Table 27** présente les résultats des régressions logistiques. Dans la première régression, nous estimons le modèle pour l'échantillon total. Nous constatons que le coefficient du rendement en dividende de l'acquéreur est positif et significatif au niveau de 10%. L'estimation est cohérente avec le fait que les acquéreurs peuvent tirer profit du contenu informationnel de leurs dividendes pour réaliser des acquisitions en actions. Le coefficient de la taille de l'opération est positif et statistiquement significatif. Le résultat

de la taille relative ne soutient pas l'hypothèse de partage du risque de Martin (1996)<sup>75</sup>. Contrairement à Betton et al. (2009), le pourcentage déjà détenu de la cible a un coefficient négatif et significatif. Dans le cas d'entreprises fusionnées appartenant à la même industrie, l'acquéreur est plus disposé à payer en actions, en raison éventuellement d'une moindre asymétrie d'information (Faccio et Masulis, 2005)<sup>76</sup>. Comme pour Berkovitch et Narayanan (1990) qui constatent que la fraction d'espèces augmente avec la compétition pour la firme cible, nous notons que le nombre de surenchérisseurs sur la cible est significativement plus faible dans le cas d'offres en titres. En observant les variables explicatives liées aux spécificités de l'acquéreur, nous trouvons un coefficient positif et significatif du rendement cumulé de l'acquéreur. Faccio et Masulis (2005) qui le considèrent comme un *proxy* de la surévaluation (sous-évaluation) de l'acquéreur, détectent un coefficient négatif du « *run-up* » de l'acquéreur en liaison avec la proportion de paiement en espèces.

Dans la deuxième régression relative aux acquisitions de cibles non cotées, nous constatons que la vitesse d'ajustement du dividende de l'acquéreur est négativement et significativement (au niveau de 10%) corrélée avec la probabilité de paiement en actions. Les coefficients des variables de contrôle sont pour la plupart non significatifs, sauf le rendement cumulé de l'acquéreur qui demeure positif et significatif. Cette estimation est en cohérence avec l'hypothèse du « *Stock market driven acquisitions* » de Shleifer et Vishny (2003) qui affirment que les acquéreurs dans les rapprochements en actions présentent des signes de surévaluation<sup>77</sup>. Dans la troisième régression de la **Table 27**, nous vérifions la mesure dans laquelle la politique de dividendes de l'acquéreur révèle certaines motivations pour le choix d'un mode de paiement plutôt qu'un autre dans le cas de l'acquisition d'une cible cotée. Nous constatons qu'à la fois le rendement en dividende et la vitesse d'ajustement du dividende de l'acquéreur augmentent avec la probabilité de paiement en actions, ce qui implique que le règlement par actions d'acquisitions de sociétés cotées est entraîné par la pertinence de la politique de dividendes de l'acquéreur. Cette conclusion suggère que la politique de dividendes

---

<sup>75</sup> Le problème d'asymétrie d'information doit être plus prononcé avec la taille de la cible. Ainsi, afin de partager le risque de sélection adverse, l'acquéreur est plus susceptible d'utiliser ses actions lorsque la taille relative de l'entreprise cible est élevée.

<sup>76</sup> Faccio et Masulis (2005) constatent, à partir d'une régression Tobit expliquant la proportion de cash finançant l'opération, une corrélation négative et significative entre le pourcentage de paiement en espèces et la variable explicative « intra-industrie ».

<sup>77</sup> Korajczyk Lucas et MacDonald (1991) affirment que les investisseurs par actions supportent plus de risque d'anti-sélection après un rendement cumulé important de l'action.

de l'acquéreur peut contribuer à minimiser l'évaluation erronée de l'acquéreur quand il préfère payer son acquisition en titres. En effet, les actionnaires de la cible approuvant une offre par échange de titres vont rectifier leurs croyances sur la surévaluation des actions de l'acquéreur à l'aide du contenu informationnel de son dividende.

L'examen des variables mesurant la condition financière de l'acquéreur révèle que la rentabilité économique de l'acquéreur est négative et très significative réfutant la prédiction que l'augmentation de la performance économique stimule l'utilisation des titres par l'acquéreur pour financer son acquisition étant donné que celui-ci subira des coûts d'anti-sélection inférieurs, d'opportunités d'investissement plus prometteuses et moins d'incertitude sur les actifs en place (Choe, Masulis et Nanda, 1993). Le ratio de liquidité de la cible augmente significativement avec la probabilité de paiement en titres, ce qui est compatible avec l'estimation de l'analyse univariée, et montre que le choix de la méthode de paiement peut être motivé par la saisie de la liquidité excédentaire de la firme cible. Au total, nos estimations des modèles logistiques sont compatibles avec des décisions de paiement étant influencées par la politique de dividendes de l'acquéreur de sociétés cotées. De plus, le choix de la méthode de paiement est influencé par une grande variété de facteurs liés aux caractéristiques spécifiques de l'acquéreur, de la cible et de la transaction.

### 3. Résultats de l'étude d'évènement

Dans la méthodologie d'étude d'évènement, nous utilisons un processus générateur de rendement comme dans Karafiath (1988). Nous mesurons le rendement anormal autour de l'annonce sur une fenêtre de trois jours centrée sur le jour de l'annonce. La **Table 28** montre les rendements anormaux moyens à l'annonce pour les entreprises acquéreuses. Ces rendements sont regroupés selon la méthode de paiement et le statut de la cible. Pour tester la différence dans les rendements anormaux moyens selon la politique de dividendes de l'acquéreur, nous croisons le moyen de paiement ainsi que le statut de la cible avec le niveau de distribution de l'acquéreur, qui est évalué en fonction du niveau de rendement en dividende, du ratio de distribution et de la vitesse d'ajustement.

Panel A contient les résultats de notre échantillon d'acquéreurs sur la base de leurs niveaux de rendement en dividende. Les acquéreurs en titres de cibles non cotées

gagnent significativement moins de rendement anormal s'ils sont non-payeurs. La différence est non-significative. Les acquéreurs en titres de cibles cotées, ayant un faible rendement en dividende, saisissent un rendement anormal moyen moins négatif (-2.3%), que ceux qui n'ont jamais versé de dividendes (-4.4%). En outre, l'acquéreur en titres d'une cible cotée, ayant un rendement en dividende élevé, capture à son tour un rendement moyen anormal moins négatif (-1.4%) que l'acquéreur à faible rendement en dividende. La différence dans ces deux cas est significative. Ces résultats indiquent que la réaction moyenne des prix pour les acquéreurs en titres de sociétés cotées est négative et variable entre les non-payeurs, les faibles payeurs et les forts payeurs de dividendes. Cette évidence appuie l'hypothèse d'asymétrie d'information que le dividende de l'acquéreur transmet une information sur la valorisation de son titre utilisé comme mode de paiement d'une acquisition d'une cible cotée. Cela se fait de manière à ce que la réaction du marché sera moins négative que celle habituellement observée dans ce type d'opération<sup>78</sup>.

Panel B dresse la comparaison du rendement anormal moyen entre les trois niveaux du ratio de distribution. Le rendement anormal moyen de l'acquéreur en titres d'une cible non cotée est de -3.4 % (significatif au niveau de 5%) lorsque le dividende de l'acquéreur est égal à zéro, et 6 % (non-significatif) lorsque le ratio de distribution de l'acquéreur est élevé. La différence de moyenne n'est pas significative. Une explication possible est que les acquéreurs en actions de cibles non cotées peuvent déjà capter un important rendement anormal positif indépendamment du fait que l'acquéreur est non-payeur, faible payeur ou fort payeur de dividendes. Chang (1998) fut le premier à examiner cette hypothèse aux Etats-Unis pour un échantillon de 281 propositions de fusions impliquant des cibles non cotées de 1981 à 1988. En utilisant une fenêtre d'événement de deux jours, il trouve un rendement anormal non-significatif pour les opérations en cash, alors que pour les opérations à base d'actions, il détecte un rendement positif et significatif de 2.64%. Comme le montre le Panel A, les acquéreurs par actions de cibles cotées obtiennent des rendements anormaux moins négatifs lorsque l'acquéreur versait des dividendes avant la fusion. En outre, le rendement anormal

---

<sup>78</sup> Pour un échantillon de cibles cotées, Travlos (1987) constate que les fusions par échange d'actions présentent beaucoup plus d'effets négatifs que l'annonce de fusions par cash. Il fait valoir que cela est compatible avec la validité empirique d'un effet de sélection adverse semblable à celui relatif à l'émission de capitaux.

change marginalement entre les faibles payeurs et les forts payeurs. La différence est significative.

**Table 28.** Rendement anormal moyen de l'acquéreur sur (-1, +1)

Mode de paiement	Statut de la cible	Niveau de distribution			Diff. de moy.	
		<i>Zero dividende</i>	<i>Faible</i>	<i>Elevé</i>	<i>Elevé – Zero div.</i>	<i>Elevé - Faible</i>
<i>Panel A. Rendement anormal de l'acquéreur par rendement en dividende</i>						
Titres	Non cotée	3.4% <sup>b</sup>	4.3% <sup>b</sup>	5%	1.6%	0.7%
	Cotée	-4.4% <sup>a</sup>	-2.3% <sup>a</sup>	-1.4% <sup>a</sup>	3% <sup>a</sup>	0.9% <sup>b</sup>
Cash/Mixte	Non cotée	2% <sup>a</sup>	0.5%	1% <sup>c</sup>	-1%	0.5%
	Cotée	0.2%	-0.07%	-0.1%	-0.3%	-0.03%
<i>Panel B. Rendement anormal de l'acquéreur par ratio de distribution</i>						
Titres	Non cotée	-3.4% <sup>b</sup>	3%	6%	2%	-0.5%
	Cotée	-4.4% <sup>a</sup>	-1.8% <sup>a</sup>	-1.6% <sup>a</sup>	2.8% <sup>a</sup>	0.2% <sup>a</sup>
Cash/Mixte	Non cotée	2% <sup>a</sup>	0.8%	0.7%	-1.3%	-0.1%
	Cotée	0.2%	0.07%	-0.2%	-0.4%	-0.27%
<i>Panel C. Rendement anormal de l'acquéreur par vitesse d'ajustement</i>						
Titres	Non cotée	3.4% <sup>b</sup>	5.5% <sup>c</sup>	2.9%	-0.6%	2%
	Cotée	-4.4% <sup>a</sup>	-1.8% <sup>a</sup>	-0.017% <sup>a</sup>	4.3% <sup>a</sup>	1.7% <sup>a</sup>
Cash/Mixte	Non cotée	2% <sup>a</sup>	1.7% <sup>b</sup>	-0.06%	-2.1% <sup>b</sup>	-1.7%
	Cotée	0.2%	-0.5% <sup>c</sup>	0.1%	-0.1%	0.6%

a, b et c indiquent la significativité au seuil de 1%, 5% et 10% respectivement.

Panel C expose les résultats regroupés par niveau de vitesse d'ajustement du dividende par rapport au bénéfice. Si le montant du dividende de l'acquéreur peut faire la différence entre les rendements anormaux capturés autour de l'annonce, la différence dans la qualité de l'ajustement du dividende peut également conduire à différents rendements anormaux. L'étude du rendement anormal moyen des acquisitions en titres de cibles cotées en fonction du niveau de la vitesse d'ajustement apporte une preuve supplémentaire sur la réaction moins négative du marché quand on est en présence d'un acquéreur avec une vitesse d'ajustement de dividendes plus importante. Le rendement anormal moyen est de -1.7% pour l'acquéreur à forte vitesse d'ajustement, alors qu'il est

de -1.8% pour l'acquéreur à faible vitesse d'ajustement. La différence est significativement faible. Ainsi, l'effet informationnel de la politique de dividendes de l'acquéreur est surtout observé lorsqu'on compare les payeurs avec les non-payeurs plutôt que lorsqu'on compare entre les niveaux de distribution<sup>79</sup>.

Par ailleurs, nous obtenons un rendement anormal moyen positif et significatif pour les acquéreurs à zéro-dividende absorbant en cash des cibles non cotées. Ce rendement diminue avec le niveau de distribution de l'acquéreur. Ce résultat est également compatible avec l'hypothèse d'asymétrie d'information sur le fait que les actionnaires des cibles non cotées sont bien informés des perspectives de l'entreprise acquéreuse, ainsi, leur disposition à accepter un échange de titres signale leur information positive sur l'acquéreur<sup>80</sup>. Au contraire, leur approbation pour un paiement en numéraire au lieu d'un échange de titres révèle une éventuelle surévaluation des actions de l'acquéreur, ce qui peut conduire à une réaction négative du marché. En résumé, les résultats de notre analyse univariée dans la **Table 15** sont compatibles avec notre hypothèse centrale d'information asymétrique, et aident à expliquer l'effet de richesse positif des dividendes pour les acquéreurs absorbant par titres des cibles cotées.

Pour apporter plus de preuves à cette hypothèse, nous procédons au tracé des rendements anormaux de l'acquéreur sur la période d'étude dépendamment du statut de paiement de dividendes de l'acquéreur avant la fusion. La **Figure 14** montre les moyennes des rendements anormaux cumulés des acquéreurs entre 1987 et 2007 selon que l'acquéreur est payeur de dividendes ou non. Elle affiche deux courbes représentant le changement du niveau des rendements moyens à l'annonce par année pour les acquéreurs payeurs absorbant des cibles cotées.

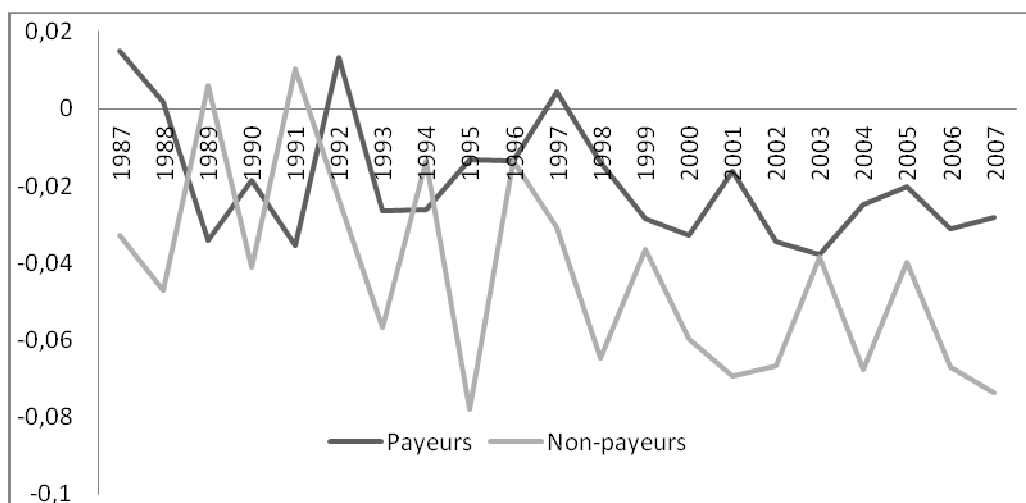
---

<sup>79</sup> C'est la raison pour laquelle nous dressons notre régression des rendements anormaux cumulés de l'acquéreur sur deux sous-échantillons regroupés en fonction du statut de paiement de dividendes de l'acquéreur (payeurs vs non-payeurs).

<sup>80</sup> Voir Chang (1998).



**Figure 14.** Rendements anormaux moyens des acquéreurs en titres de cibles cotées entre 1987 et 2007



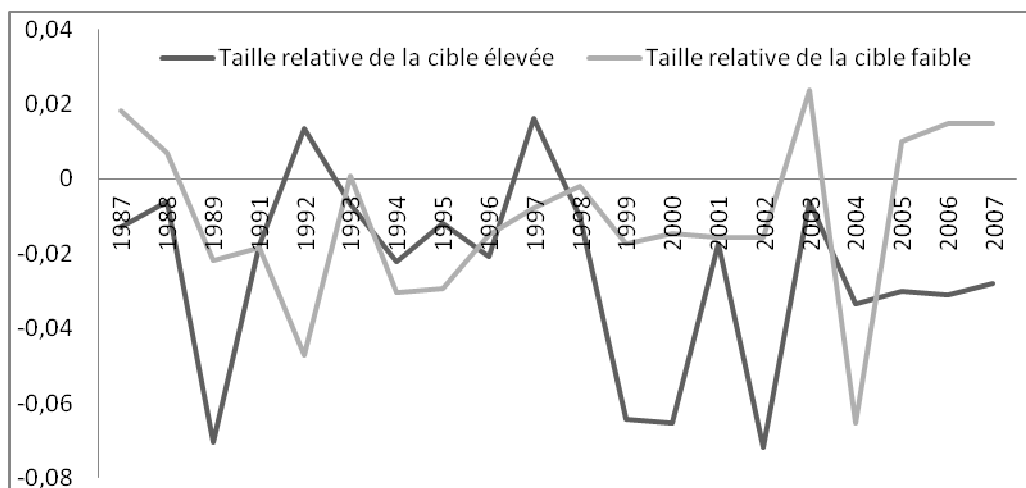
La comparaison entre les deux courbes de la **Figure 14** montre des niveaux de rendements anormaux plus négatifs pour les acquéreurs non-payeurs. Exceptionnellement, le rendement anormal moyen de l'acquéreur non-payeur à la fin des années '80 et au début des années '90 est positif et plus élevé que celui de l'acquéreur payeur. Le reste de la période, ce rendement demeure significativement négatif et atteint quasiment -0.08 en 1995, alors qu'il ne dépasse pas -0.04 pour les acquéreurs payeurs. L'observation des fluctuations des deux courbes montre également des variations plus marquées du rendement des non-payeurs<sup>81</sup>. D'autre part, les rendements pour les deux types d'acquéreur convergent généralement vers des tendances négatives.

Après avoir obtenu graphiquement un argument pour l'effet positif du paiement de dividendes sur la réaction du marché à l'annonce d'une acquisition en titres d'une firme cotée, nous essayons de présenter les courbes du rendement anormal cumulé de l'acquéreur payeur en faisant cette fois-ci la différence sur la base de la taille relative de la cible par rapport à l'acquéreur, et cela pour pouvoir vérifier si l'effet positif du dividende de l'acquéreur est plus tangible dans le cas où la cible cotée absorbée en titres est d'une taille relativement non-négligeable. La comparaison entre les deux courbes de la **Figure 15** infirme cette intuition et montre des rendements anormaux de l'acquéreur

<sup>81</sup> Nous n'avons pas opté pour le traitement des valeurs extrêmes « *winsorisation* » afin de préserver les variances observées qui existent entre les sous-échantillons.

moins négatifs lorsque la taille relative de la cible est faible (taille relative de la cible inférieure à la médiane). Cela peut être expliqué par l'effet de taille sur la destruction de valeur de l'acquéreur autour de l'annonce (Loderer et Martin, 1990).

**Figure 15.** Rendements anormaux moyens des acquéreurs en titres de cibles cotées, payeurs de dividendes entre 1987 et 2007



#### 4. Analyse multivariée des rendements anormaux de l'acquéreur

Notre hypothèse est que la politique de dividendes de l'acquéreur est propice à une réaction plus favorable du marché à l'annonce d'une acquisition en titres d'une société cotée. Par conséquent, notre test de référence sera de vérifier s'il existe une relation moins négative entre le fait de payer l'acquisition en actions et le rendement anormal généré par l'acquéreur, qui serait induite par la présence d'une activité de paiement de dividendes chez la firme acquéreuse. Par ailleurs, notre test univarié a mis en lumière l'importance de la distribution de dividendes quel que soit ce dividende est faible ou élevé. Pour cette raison, notre régression des RACs de l'acquéreur sera réalisée séparément sur deux sous-échantillons d'opérations: d'une part, les acquisitions impliquant des acquéreurs qui versent des dividendes, et d'autre part celles impliquant des acquéreurs non-payeurs. Dans toutes les régressions, nous contrôlons pour les détails des transactions ainsi que les spécificités des firmes impliquées. La [Table 29](#) présente les résultats des régressions linéaires du rendement anormal cumulé de l'acquéreur sur (-1, +1). La variable explicative d'intérêt est « Tout-en-titres » : variable

muette égale à 1 si la transaction est entièrement payée en titres. La première régression sur la totalité de l'échantillon présente un coefficient négatif et significatif de la variable « Tout-en-titres ». Cette estimation est cohérente avec la littérature existante qui indique que les annonces d'acquisitions par actions ont tendance à faire baisser le prix de l'acquéreur à l'annonce lorsque la cible est une société cotée<sup>82</sup>.

**Table 29.** Régression des rendements anormaux cumulés de l'acquéreur

Var. Dep.	<b>Rendements anormaux de l'acquéreur sur (-1, +1)</b>			
Var. Indep.	Signe prévu	Total	Acquéreurs Non-payeurs	Acquéreurs Payeurs
Intercept		0.009 <sup>b</sup>	0.027 <sup>a</sup>	0.001
<b>Variable d'intérêt</b>				
Tout-en-titres	-	-0.029 <sup>a</sup>	-0.045 <sup>a</sup>	-0.012 <sup>a</sup>
<b>Caractéristiques de l'opération</b>				
Valeur de l'opération	-	-0.001 <sup>a</sup>	-0.001 <sup>b</sup>	-0.001 <sup>a</sup>
Taille relative	-	-0.011 <sup>a</sup>	-0.022 <sup>a</sup>	-0.001
% déjà détenu	+	0.002	-0.008	0.007
Hostilité	-	0.004	0.008	0.004
Horizontalité	+	-0.003	-0.009	0.001
Nombre d'enchérisseurs	-	-0.012	0.002	-0.017 <sup>a</sup>
<b>Caractéristiques de l'acquéreur</b>				
Levier	-	0.001	0.001	-0.001
Rendement de l'actif	+	0.002	-0.009	0.001
Ratio de liquidité	+	0.003	-0.007	0.005
Rendement cumulé _1	-	-0.005	0.001	-0.014 <sup>a</sup>
Rendement cumulé _1 du marché	-	-0.005	0.020	0.018
<b>Caractéristiques de la cible</b>				
Levier	+	0.001	-0.001	0.001 <sup>b</sup>
Rendement de l'actif	-	0.001	0.002	-0.008
Ratio de liquidité	-	-0.022 <sup>a</sup>	-0.034 <sup>b</sup>	0.001
<b>No. Obs.</b>		1813	820	993
<b>F-Statistic</b>		7.49	4.90	4.44
<b>R<sup>2</sup> ajusté</b>		0.05	0.08	0.06

a, b et c indiquent la significativité au seuil de 1%, 5% et 10% respectivement.

<sup>82</sup> Travlos (1987), Servaes (1991), Martin (1996), Schlingemann (2004), entre autres.

Chang (1998) montre que ce problème peut être atténué par la divulgation de l'information privée détenue par le management de l'acquéreur aux actionnaires de la cible. Le rôle probable du dividende de l'acquéreur dans la communication d'une telle information sera testé par la comparaison entre les deux autres régressions. Avant cela, l'observation des coefficients des variables de contrôle révèle que la taille relative est négativement et significativement liée aux rendements anormaux cumulés de l'acquéreur, ce qui est en accord avec Loderer et Martin (1990)<sup>83</sup>. Le ratio de liquidité de la cible est négativement et significativement corrélé au rendement anormal de l'acquéreur. Les coefficients liés à l'horizontalité et à la concurrence ne sont pas significatifs.

Les résultats pour les acquisitions initiées par des non-payeurs, dans la deuxième régression, sont semblables à ceux relatifs à l'échantillon total. La comparaison du coefficient du mode de paiement entre la deuxième et la troisième régression montre une destruction de valeur de l'acquéreur plus prononcée en réponse à un paiement en titres lorsque l'acquéreur est non-payeur de dividendes, ce qui se manifeste par un effet de richesse qui est, en moyenne, de 3.3% plus élevé pour les acquéreurs payeurs. Cela implique que l'effet réducteur de l'information asymétrique est plus faible lorsque le titre utilisé pour payer l'acquisition procure des dividendes. Ce résultat est robuste à l'hypothèse de la contribution de la politique de dividendes de l'acquéreur au redressement de son rendement négatif autour de l'annonce d'une acquisition par actions d'une cible cotée. Le signe négatif du coefficient du « nombre d'enchérisseurs » dénote que plus le nombre d'enchérisseurs potentiels est grand, plus les rendements anormaux capturés par l'acquéreur sont faibles, comme suggérée par la théorie d'offre d'achat préemptive de Fishman (1988). Le coefficient du « *run-up* » de l'acquéreur est négatif et significatif au seuil de 1%, indiquant l'effet de richesse négatif de la surévaluation boursière *ex ante* de l'acquéreur. Un résultat similaire est obtenu par Bradley et Sundaram (2006)<sup>84</sup>. Le pouvoir explicatif des régressions est généralement

---

<sup>83</sup> Loderer et Martin (1990) constatent, à partir de 4 705 transactions annoncées entre 1976 et 1984, que les rendements à l'annonce de l'acquéreur sont en baisse avec la taille relative de l'entreprise cible.

<sup>84</sup> Bradley et Sundaram (2006) constatent une association négative entre les effets d'annonce de l'acquéreur sur la fenêtre d'événement (-2, +2) et le « *run-up* » de l'acquéreur représenté par le rendement excédentaire de son action au cours de l'année qui précède le mois d'acquisition.

faible ( $R^2$  varie de 0.05 à 0.08), mais ce n'est pas étrange pour les régressions transversales des rendements anormaux des acquéreurs<sup>85</sup>.

## 5. Tests de robustesse

Nous optons pour un test de différence pour prouver la significativité de la différence observée au niveau du coefficient de la variable « Tout-en-titres » entre le sous-échantillon des acquéreurs payeurs et le sous-échantillon des acquéreurs non-payeurs. Pour cela, nous introduisons, en plus de la variable sur le mode de paiement, et de la variable binaire relative au statut de paiement de dividendes (Payeur de Div. : égale à 1 si l'acquéreur est payeur), une variable interactive « *Tout-en-titres* × *Payeur de Div.* » qui associe le règlement de l'acquisition en titres au fait de payer ou non du dividende.

Les résultats de la **Table 30** confirment ceux de la **Table 29** sur l'échantillon total (Colonne 2, **Table 29**), et montrent que le fait de payer des dividendes associé à un mode de paiement en actions affecte significativement les rendements anormaux cumulés de l'acquéreur autour de l'annonce de l'opération. Ainsi, la différence de coefficient de la variable d'intérêt « Tout-en-titres » entre les deux sous-échantillons (acquéreurs payeurs vs acquéreurs non-payeurs) est significative. Ceci confirme le contenu informationnel du dividende de l'acquéreur lors d'un règlement par actions d'une cible cotée, et donc l'effet valeur associé à ce rôle informationnel qui se traduit par une réaction moins négative du marché à l'annonce.

---

<sup>85</sup> Voir Travlos (1987) et Chang (1998).

**Table 30.** Test de différence des rendements anormaux cumulés de l'acquéreur

Var. Dep.	<b>Rendements anormaux de l'acquéreur sur (-1, +1)</b>		
Var. Indep.	Signe prévu	<i>Echantillon Total</i>	
		(1)	(2)
Intercept		0.009 <sup>b</sup>	0.014 <sup>b</sup>
<b><i>Variable d'intérêt</i></b>			
Tout-en-titres	-	-0.029 <sup>a</sup>	-0.013 <sup>a</sup>
Tout-en-titres × Payeur de Div.	+	-	0.032 <sup>a</sup>
Payeur de Div.	+/-	-	-0.008 <sup>c</sup>
<b><i>Caractéristiques de l'opération</i></b>			
Valeur de l'opération	-	-0.001 <sup>a</sup>	-0.001 <sup>a</sup>
Taille relative	-	-0.011 <sup>a</sup>	-0.010 <sup>a</sup>
% déjà détenu	+	0.002	0.002
Hostilité	-	0.004	0.003
Horizontalité	+	-0.003	-0.004
Nombre d'enchérisseurs	-	-0.012	-0.012
<b><i>Caractéristiques de l'acquéreur</i></b>			
Levier	-	0.001	0.001
Rendement de l'actif	+	0.002	0.001
Ratio de liquidité	+	0.003	-0.004
Rendement cumulé _1	-	-0.005	-0.003
Rendement cumulé _1 du marché	-	-0.005	0.020
<b><i>Caractéristiques de la cible</i></b>			
Levier	+	0.001	0.001
Rendement de l'actif	-	0.001	0.001
Ratio de liquidité	-	-0.022 <sup>a</sup>	-0.019 <sup>b</sup>
<b><i>No. Obs.</i></b>		1813	1813
<b><i>F-Statistic</i></b>		7.49	7.66
<b><i>R<sup>2</sup> ajusté</i></b>		0.05	0.06

## Conclusion du chapitre

Dans ce chapitre, nous avons testé les déterminants du mode de paiement dans les fusions-acquisitions à l'aide d'un échantillon d'opérations américaines annoncées entre 1987 et 2007. Notre centre d'intérêt est fixé sur les aspects de la politique de dividendes de l'acquéreur qui peut propulser un paiement en titres étant donné que le contenu informationnel du dividende de l'acquéreur peut atténuer le risque de sélection adverse subi par les actionnaires de la cible. Selon les résultats de l'analyse logistique, deux des indicateurs les plus répandus de la politique de dividendes, qui sont le rendement en dividende et la vitesse d'ajustement du dividende, semblent avoir un effet positif sur le choix des titres comme mode de paiement en particulier pour les acquisitions de cibles cotées. Ce résultat soutient l'idée que le choix du mode de paiement dans ce type d'acquisition, en vertu de l'information asymétrique, peut également être piloté par la pertinence de la politique de dividendes de l'acquéreur: en effet, le dividende de l'acquéreur transmet des informations aux investisseurs et aux actionnaires de la cible, leur concédant ainsi une évaluation moins incertaine de l'action de l'acquéreur finançant la transaction.

Dans une analyse complémentaire sur les acquisitions de sociétés cotées, nous étudions le rôle du dividende de l'acquéreur dans le redressement de son rendement anormal négatif quand il paie son acquisition en titres. Une raison importante est que la réaction négative du marché à l'acquisition à base d'actions d'une cible cotée, prouvée dans la littérature, est due à l'incertitude sur la valorisation de l'acquéreur. Conformément à l'hypothèse du « contenu informationnel du dividende de l'acquéreur », nous élucidons une nouvelle évidence sur le fait que les acquéreurs qui versent des dividendes peuvent capturer de meilleurs rendements anormaux lors de l'acquisition en titres d'une cible cotée. Dans une certaine mesure, notre conclusion est également compatible avec l'argument selon lequel la disposition des actionnaires bien informés de la cible à recevoir les actions de l'acquéreur et à prendre position dans l'entreprise combinée, transmet une information favorable au sujet de l'entreprise acquéreuse.

CHAPITRE 4. CARACTÉRISTIQUES ET  
POLITIQUES DE DIVIDENDES DES  
FIRMES FUSIONNÉES & RÉUSITE DE LA  
FUSION



## Introduction du chapitre

Bien que les fusions-acquisitions représentent un moyen populaire de rapprochement entre les firmes, leurs stratégies n'aboutissent pas toujours à des opérations réussies. La question intrigante reste - pourquoi tant d'opérations ne remplissent pas les attentes préliminaires des actionnaires? Etant donné que de nombreuses transactions ont échoué, la question de l'adéquation a été prise plus au sérieux. En effet, la compatibilité entre les stratégies financières des entités fusionnées peut être un élément important pour aboutir à un accord de rapprochement. La littérature récente sur les fusions-acquisitions définit les déterminants de la réussite des rapprochements (ex. Walkling, 1985; Hirshleifer et Titman, 1990; Bates and Lemmon, 2003; Luo, 2005; Betton et al., 2008). Un autre flux séparé de la recherche montre l'impact du style de préférence des actionnaires de la cible sur les termes des opérations (ex. Jeon et al., 2010; Banchit et al., 2012 ; Burch et al., 2012). Notre étude vise à établir un lien entre les connaissances acquises de ces deux courants pour étudier l'effet de la différence entre les politiques de dividendes des firmes fusionnées sur la probabilité d'aboutissement du rapprochement, et ceci après avoir vérifié dans les études précédentes son effet sur les termes de l'opération et sur les perspectives post-fusion de l'entité combinée.

Certaines études mettent l'accent sur l'identification des raisons spécifiques à l'échec des fusions. Elles constatent qu'il y a tellement une grande attention sur les questions juridiques qu'on néglige souvent la question d'adéquation entre les stratégies financières des entreprises combinées. Cette négligence comprenait l'échec de clarifier le manque de communication entre les actionnaires et l'examen de leurs styles de préférence préalablement au processus de fusion. L'importance des différences dans les préférences des actionnaires des firmes fusionnées a été suggérée par l'étude de Burch et al. (2012) qui décrit comment les préférences des actionnaires de la cible pour les styles d'investissement peuvent influencer sur le mode de paiement et la prime de fusion. Leurs résultats montrent que la prime d'une fusion en titres est liée à la fiscalité des actionnaires de la cible et à leur volonté de détenir les actions de l'acquéreur. Dans ce contexte, et en se rapportant à l'hypothèse de l'effet de clientèle, Jeon et al. (2010) soulignent que le mode de paiement est plus susceptible d'être des titres si les politiques de dividendes des entreprises fusionnées sont assez semblables, alors qu'elle est plus

probable d'être du cash si elles sont différentes. Leurs données confirment la pertinence de l'hypothèse de l'effet de clientèle dans le choix du mode de paiement de l'acquisition. Ce travail traite exclusivement ce lien. Toutefois, il ne considère pas les aspects de réussite de l'opération (ex. le pourcentage des actions demandées et acquises, la réalisation effective de la transaction, etc.). Notre étude aborde cette question de réussite en examinant l'écart entre les politiques de dividendes des entreprises fusionnées, et son effet sur l'aboutissement de l'offre. Mais avant cela, et à la différence des deux premières études, nous pensons qu'il est nécessaire d'étudier, au préalable, les caractéristiques des firmes fusionnées, qui peuvent amener à leurs politiques de dividendes observées. En effet, et conformément aux travaux de Fama et French (2001) et Denis et Osobov (2008) parmi d'autres, nous vérifions les spécificités des payeurs de dividendes afin d'apporter un support à notre question de recherche, en considérant la politique de dividendes comme un argument de différenciation entre les entreprises étant donné qu'elle est induite par les caractéristiques financières de la firme.

Nous optons pour une analyse univariée et au modèles *logit* pour examiner les spécificités des payeurs. En conformité avec les études précédentes, les deux approches suggèrent que trois des caractéristiques étudiées affectent la décision de versement de dividendes : taille, profitabilité et niveau de liquidité<sup>86</sup>. La probabilité de versement de dividendes augmente avec la taille, la profitabilité et le cash disponible. On utilise également deux approches pour analyser notre hypothèse de base. A la différence des résultats de l'analyse univariée, ceux du modèle *logit* sur le statut de la transaction soutiennent l'hypothèse que la probabilité de réussite de l'opération<sup>87</sup> augmente avec le degré de similitude entre les politiques de dividendes des firmes fusionnées.

La structure de ce chapitre est organisée comme suit: la première section présente la revue de littérature. Une description de l'échantillon, des hypothèses et de la méthodologie utilisée est présentée dans la deuxième section. Les résultats empiriques sont discutés dans la dernière section.

---

<sup>86</sup> Dans notre analyse empirique, certaines caractéristiques des firmes (notamment les opportunités d'investissement) ne seront pas capturées en raison d'un manque de données nécessaires pour calculer leurs mesures correspondantes (c.-à-d., ratio *Market-to-Book*,  $q$  de Tobin, etc.).

<sup>87</sup> Nous abordons, dans cette étude, la probabilité de réussite de l'opération de fusion-acquisition, c.-à-d. les chances qu'elle soit aboutie « *deal completion* », et non pas les possibilités de création de valeur.

## **Section 1. Caractéristiques des payeurs de dividendes, effet de clientèle et comportement de la cible**

Dans cette section, nous examinons trois volets de la littérature qui se rapportent à cette troisième étude: d'une part, les recherches relatives aux caractéristiques des payeurs de dividendes, d'autre part, la théorie par laquelle nous pouvons argumenter l'existence d'un choc entre les politiques de dividendes des firmes fusionnées, et enfin, les théories qui peuvent expliquer l'impact de cette confrontation sur la réussite de l'opération.

### **1. Caractéristiques des payeurs de dividendes**

Etant donné que les recherches antérieures révèlent des différences considérables entre les comportements de paiement de dividendes des firmes, nous pensons que leur existence est au moins en rapport avec certaines caractéristiques des entreprises qui se conjuguent pour produire une politique de dividendes spécifique à chaque entreprise. Cela dit que l'hétérogénéité entre les politiques de dividendes des entreprises fusionnées pourrait être due aux caractéristiques distinctes entre les payeurs de dividendes et les non-payeurs. La correspondance entre la nature de la politique de dividendes de la firme et ses caractéristiques est mise en avant par Baker et al. (2002, p.257): « Les chercheurs ont identifié toutes les pièces clés du puzzle sur le dividende, mais ils doivent concentrer leur attention sur l'élaboration de modèles de dividendes spécifiques aux caractéristiques de l'entreprise ».

Fama et French (2001a) utilisent la « propension réduite à payer » pour représenter l'idée qu'il y a maintenant plus d'entreprises qui versent zéro dividende que ce qu'elles auraient fait historiquement en fonction de leurs fondamentaux économiques. Ils expliquent que la plus faible propension à payer dans les années '90 est, en partie, due à un changement dans les caractéristiques des entreprises cotées qui émergent vers les caractéristiques des entreprises qui n'ont jamais versé de dividendes auparavant. Par ailleurs, leurs résultats empiriques indiquent que les payeurs et les non-payeurs diffèrent en termes d'opportunités d'investissement, de rentabilité et de taille. D'autres études récentes montrent que la propension à verser des dividendes est plus élevée parmi les grandes entreprises les plus rentables, qui détiennent de faibles opportunités

d'investissement, et celles dont les bénéfices non répartis comprennent une fraction importante du capital total (ex. DeAngelo et al., 2004; Grullon et al., 2005; Bulan et al., 2007 ; Denis et Osobov, 2008). Bulan et al. (2007) constatent que les payeurs de dividendes sont les grandes entreprises avec des soldes de trésorerie importants, des taux de croissance faibles et une rentabilité élevée.

Les recherches sur les déterminants de la probabilité de paiement de dividendes par les firmes accordent une grande importance au stade de développement auquel appartient l'entreprise. DeAngelo et al. (2006) proposent une théorie du cycle de vie qui suppose que les dividendes sont entraînés par la nécessité de distribuer les flux de liquidités disponibles. Selon cette théorie, les entreprises modifient leurs dividendes au fil du temps en réponse à l'évolution de leurs opportunités d'investissement. En effet, les entreprises paient peu de dividendes dans les premières années pour pouvoir couvrir les opportunités d'investissement. Et pour éviter la dispersion du *free cash-flow*, elles distribuent les excédents de trésorerie dans les dernières années caractérisées par une faible croissance et une forte rentabilité.

La décision de verser des dividendes part du volume des bénéfices. Par conséquent, il serait logique de considérer la rentabilité comme un facteur de seuil qui peut influencer la politique de dividendes de l'entreprise. La théorie suggère que la décision du manager pour verser des dividendes devrait être fondée sur son évaluation de ses gains. Si tel est le cas, le bénéfice de qualité implique une forte relation entre les revenus déclarés et les dividendes versés. Lintner (1956) trouve que le niveau des gains de l'entreprise est un facteur déterminant de l'évolution des dividendes. Pour la période entre 1963 et 1998, Fama et French (2001) obtiennent un ratio des bénéfices globaux avant intérêts sur l'ensemble des actifs qui est de 7.82% par an pour les payeurs par rapport à un taux de 5.37% pour les non-payeurs. Ils interprètent ce résultat comme étant compatible avec l'hypothèse de l'ordre hiérarchique des moyens de financement (*pecking order theory*). Cela dit qu'en tenant compte des coûts de l'emprunt et du financement par émission de capitaux, les entreprises les moins rentables ne considèrent pas optimal le fait de verser des dividendes, alors que les entreprises très rentables sont plus capables de payer des dividendes et de générer des fonds internes pour financer leurs investissements.

En outre, DeAngelo et al. (1992) et DeAngelo et DeAngelo (1990) affirment que les pertes jouent un rôle clé dans l'omission des dividendes, ce qui aide à expliquer pourquoi peu d'entreprises à nos jours versent des dividendes. DeAngelo et al. (2004) notent également que les entreprises qui versent des dividendes élevés ont des bénéfices antérieurs de meilleure qualité par rapport aux grandes entreprises qui ne paient pas de dividendes ou même les petites entreprises qui versent des dividendes élevés. Ces résultats révèlent l'association entre les dividendes et la taille de l'entreprise. En effet, une entreprise de grande taille a généralement un meilleur accès aux marchés des capitaux, et il est plus facile pour elle de lever des fonds à moindre coût par rapport à une petite entreprise. Ceci suggère que la dépendance à l'égard du financement interne diminue avec la taille de l'entreprise. Par conséquent, les grandes entreprises peuvent se permettre de payer des dividendes plus élevés aux actionnaires. Fama et French (2001) indiquent que les payeurs de dividendes sont beaucoup plus grands en termes de taille que les non-payeurs. Ils constatent qu'au cours de la période entre 1993 et 1998, le total actif moyen des payeurs est treize fois plus élevé à celui des non-payeurs. Dans le groupe des non-payeurs, les anciens payeurs sont aussi de plus grande taille que ceux qui n'ont jamais versé de dividendes.

Comme la profitabilité et la taille de l'entreprise, les opportunités d'investissement et l'endettement diffèrent selon les groupes de dividendes. En effet, les entreprises à forte croissance ont besoin de générer en interne des fonds pour financer leurs investissements, et ont donc tendance à payer peu ou pas de dividendes. Cette prédiction est également compatible avec la théorie de la hiérarchie des moyens de financement de Myers et Majluf (1984). Fama et French (2001) soulignent que les entreprises qui n'ont jamais payé de dividendes ont les meilleures opportunités de croissance: ils ont des taux de croissance des actifs beaucoup plus élevés sur la période 1963-1998 (16.5% par an) que les payeurs de dividendes (8.78%) et les anciens payeurs (4.67 %). Enfin, les entreprises non-payeuses sont généralement des sociétés à fort levier financier. Le risque associé à des degrés élevés de levier financier peut entraîner un faible paiement de dividendes puisque ces sociétés ont besoin de maintenir leur *cash-flow* interne pour s'acquitter de leurs obligations de paiement d'intérêts et de remboursement de l'emprunt, plutôt que de distribuer de l'argent aux actionnaires. Rozeff (1982) souligne que les entreprises avec un effet de levier financier élevé ont tendance à avoir des ratios de distribution faibles afin d'éviter les coûts de transaction associés au financement

externe. Pour résumer, les preuves empiriques indiquent que certains principes fondamentaux : la rentabilité, les possibilités d'investissement, la taille, la maturité, la liquidité et le taux d'endettement sont des facteurs déterminants de la décision de versement de dividendes. Les payeurs de dividendes ont tendance à être plus grands, plus rentables, plus matures, à faible effet de levier et disposant de forte liquidité et de faibles opportunités d'investissement.

## 2. Effet de clientèle et différence de politiques de dividendes

Un grand courant de littérature étudie l'importance de la clientèle de dividendes comme décrit dans le premier chapitre (Sect.1, paragr.1). Tel que indiqué par Black et Scholes (1974), les entreprises ajustent leurs politiques de dividendes afin de satisfaire chaque demande. Elton et Gruber (1970) apportent des preuves qui appuient l'effet de clientèle, et suggèrent qu'un changement dans la politique de dividendes pourrait induire un changement coûteux dans la richesse des actionnaires. Ils expliquent cela par les coûts de transaction supportés par les acheteurs et les vendeurs à l'issue du changement de la clientèle. Ogden et al. (2003, p.479) définissent l'effet de clientèle comme « *les investisseurs qui sont attirés par les actions des entreprises qui ont la politique de dividendes qu'ils préfèrent en fonction de leurs impositions et de leurs circonstances de liquidité* ». Ces auteurs affirment que les entreprises peuvent améliorer leurs cours boursiers via l'effet de clientèle en adoptant une politique de dividendes qui fait appel aux préférences des investisseurs. Allen et al. (2000) expliquent qu'il existe des groupes d'investisseurs qui ont des motivations différentes pour s'informer sur l'entreprise. Ils supposent qu'il y a seulement deux clientèles et les désignent par les « *institutions non taxées* » et les « *individus taxés* ». En raison de leur poids, les « *institutions non taxées* » ont plus d'incitations à s'informer sur l'entreprise à travers sa politique de dividendes.

Dans une étude récente, Becker et al. (2011) apportent des preuves à la clientèle de dividendes et soutiennent le fait que les dirigeants répondent aux préférences et à l'imposition de leurs propriétaires lors de la fixation du dividende. Ils montrent, en outre, qu'il existe des clientèles de dividendes qui varient géographiquement, créant des différences dans la demande des dividendes entre les firmes. Graham et Kumar (2006) trouvent des arguments supplémentaires compatibles avec le fait que les préférences

pour le dividende varient avec les facteurs fiscaux. Contrairement à Becker et al. (2011), DeAngelo et al. (2008) concluent que « *tandis que la demande des investisseurs pour le dividende reflète leur propre statut fiscal, les coûts de transaction et les considérations de réglementation, peu ou pas de base empirique existe pour affirmer l'une de ces trois facteurs comme un déterminant majeur des décisions de paiement de dividendes par les entreprises* ». Par conséquent, l'effet de clientèle peut apporter un argument théorique à l'existence d'un effet de la confrontation des clientèles de dividendes distinctes des firmes fusionnées sur la réalisation de la fusion, mais cet effet devrait resté partagé sur une base empirique.

### 3. Différence de politiques de dividendes et comportement de la cible

En plus des éléments de preuve qui ont mis en question l'effet de clientèle, une évidence actuelle suggère que les gens se comportent souvent d'une manière qui pourrait être qualifiée d'inertielle, c.-à-d. qu'ils prennent le chemin de la moindre résistance (Baker et al., 2007). Le comportement d'inertie peut survenir dans le contexte des fusions-acquisitions et rendre la différence des politiques de dividendes triviale aux yeux des actionnaires de la cible. Baker et al. (2007) estiment que l'inertie des investisseurs de la cible favorise les conditions d'un rapprochement en titres pour l'acquéreur car ces investisseurs recevant des parts de l'acquéreur, et indépendamment de leurs croyances, ne vont pas revendre ces actions sur le marché. A partir de là, une augmentation de la fraction des actionnaires de la cible adoptant une attitude d'inertie peut rendre l'offre plus susceptible d'être approuvée et achevée. En effet, la vente des parts, résultant de la sortie des actionnaires de la cible de la base de clientèle de l'entité combinée, peut avoir des effets négatifs immédiats sur le prix de l'action de la firme. Un effet d'annonce sur le rendement de l'acquéreur pourrait également être possible. Par conséquent, les gestionnaires de l'entreprise acquéreuse qui anticipent cet effet considèrent qu'il sera rationnel de prendre en compte l'effet de clientèle des dividendes avant de décider la conclusion de la transaction.

Selon l'analyse de Baker et al. (2007), si l'hypothèse d'inertie de l'investisseur tient et les politiques de dividendes des entreprises fusionnées en titres sont sensiblement différentes, les investisseurs de la cible ne vont pas accorder une valeur particulièrement

élevée à l'acquéreur. Si ces investisseurs sont tous « éveillés », il est prévu qu'ils vont vendre leurs actions immédiatement après l'annonce et l'achèvement simultanés de l'opération. En revanche, si les actionnaires de la cible sont « insouciantes », il est prévu qu'ils ne feront rien. Toutefois, selon cette étude, les fusions sont annoncées et réalisées simultanément, alors qu'en pratique, il y a un décalage entre l'annonce et la réalisation de l'opération. En conséquence, la différence entre les politiques de dividendes des firmes fusionnées pourrait amener l'actionnaire éveillé de la cible à s'opposer au départ à l'aboutissement de l'opération plutôt que de liquider ses parts après avoir approuvé l'offre. Dans ce sens, l'actionnaire de la cible peut s'opposer à une offre d'échange de titres du moment où la politique de dividendes de l'acquéreur ne correspond pas à ses préférences. Par conséquent, il va retarder l'absorption au moins jusqu'à ce qu'il trouve un acquéreur avec une politique de dividendes assez similaire de façon à ce que l'acquisition à base d'actions sera plus probable d'être aboutie et moins susceptible de causer *à posteriori* une liquidation de ses parts dans l'entité combinée.



## Section 2. Hypothèses, échantillon et méthodologie

### 1. Formulation des hypothèses

A l'issue des preuves théoriques énoncées dans la section précédente, notre objectif sera d'examiner les caractéristiques des firmes fusionnées payeuses de dividendes. Plus précisément, nous étudions les caractéristiques déterminantes du paiement de dividendes chez les firmes impliquées dans des opérations de fusions-acquisitions.

***H1: Les firmes fusionnées qui paient des dividendes avant la fusion présentent de plus grande taille, plus de profitabilité et disposent plus de liquidité.***

Ensuite, en partant du point de vue que les politiques de dividendes peuvent constituer un argument de différenciation entre les firmes fusionnées, et en s'appuyant sur les apports théoriques, nous supposons qu'il existe un effet négatif de la différence entre les politiques de dividendes des firmes fusionnées sur la probabilité d'aboutissement du rapprochement.

***H2: Les fusions-acquisitions qui impliquent des firmes ayant des politiques de dividendes différentes sont moins probables d'être achevées.***

### 2. Construction de l'échantillon

Notre échantillon d'acquisitions couvre les opérations annoncées au cours de la période entre 1987 et 2011, et est extrait de la base de données *Securities Data Company Platinum (SDC Platinum)* disponible au laboratoire de recherche *LSMRC*. A l'instar des échantillons des études empiriques précédentes, le choix de la période d'étude émerge de la disponibilité des données sur *CRSP* et *Compustat* requises pour l'étude des politiques de dividendes des firmes fusionnées avant l'annonce. Comme dans la première étude (chap. 2), nous imposons que les deux firmes impliquées soient cotées pour qu'on puisse obtenir les données nécessaires pour l'étude de leurs politiques de dividendes. A partir d'un échantillon initial d'opérations de fusions-acquisitions

américaines comportant 32 809 transactions, nous sélectionnons celles qui ont une valeur supérieure à 1 million de dollars et qui sont de type « *Disclosed dollar value* ». Ensuite, nous nous focalisons sur les opérations réussies en suggérant que le pourcentage d'actions acquises de la cible doit être au moins égal à 50% afin de se limiter aux opérations importantes.

Puisque nous nous intéressons à la relation entre la différence dans les politiques de dividendes et la probabilité de réussite de l'opération de fusion-acquisition, nous complétons ce premier sous-échantillon par le groupe d'opérations échouées, dont l'identification a soulevé certaines questions. Pour résoudre ces problèmes, nous avons suivi la procédure de Betton et al. (2008) afin d'identifier les offres inabouties, et cela en évitant lors de l'extraction les restrictions sur le statut de l'opération<sup>88</sup>. Ainsi, nous regroupons le premier sous-échantillon d'opérations annulées (1367) et le deuxième sous-échantillon d'opérations réussies à plus de 50% acquis (5611) pour conserver les opérations qui répondent aux exigences ci-dessous :

1. Les données sur les principaux termes de l'opération sont disponibles dans la base de données *SDC*.
2. Les données comptables et financières des entreprises fusionnées sont disponibles dans la base de données *SDC*.
3. Le cours boursier, le bénéfice par action et le dividende par action annuels à la fois pour l'acquéreur et la cible doivent être disponibles dans la base de données *Compustat-CRSP Merged*.

L'exigence de la disponibilité de certaines données nécessaires à l'étude conduit à un échantillon final de 1843 transactions dont 1500 réussies et 343 annulées. La **Table 31** détaille la procédure d'échantillonnage selon les critères imposés pour les deux types d'opérations.

---

<sup>88</sup> On considère une transaction comme étant échouée lorsque le statut *SDC* de l'opération est autre que « complétée » (*Completed*), c.-à-d. les statuts : destinée à être annulée, partiellement achevée, réalisation en attente, statut inconnu, et annulée.

**Table 31.** Procédure de sélection de l'échantillon d'étude

<i>Critères de sélection</i>	<i>Nombre d'opérations restantes</i>			<i>Valeur moyenne des opérations (\$mil)</i>		
	<i>Total</i>	<i>Op. réussies</i>	<i>Op. échouées</i>	<i>Total</i>	<i>Op. réussies</i>	<i>Op. échouées</i>
Opérations américaines de F&As, impliquant des firmes cotées: Janvier 1987 - Décembre 2011	32 809	12 462	20 347	-	-	-
<b><i>Après avoir retiré les opérations dont:</i></b>						
.Valeur de l'opération < 1 \$Mil.	27 937	10 799	17 138	456	681	315
.Type d'opération autre que « <i>Disclosed dollar value</i> »	7 238	5 871	1 367	1 080	1 072	1 113
.% des titres acquis lors de l'opération < 50%.	6 978	5 611	(1 367) <sup>89</sup>	1 109	1 108	1 113
<b><i>Après avoir retiré les firmes en manque de:</i></b>						
.Numéro CRSP permanent	5 109	4 160	949	1 373	1 353	1 457
.Données comptables	3 132	2 569	563	1 726	1 664	2 009
.Données financières (DPA, BPA et Cours boursier)	<b>1 843</b>	1 500	343	1 987	1 947	2 158

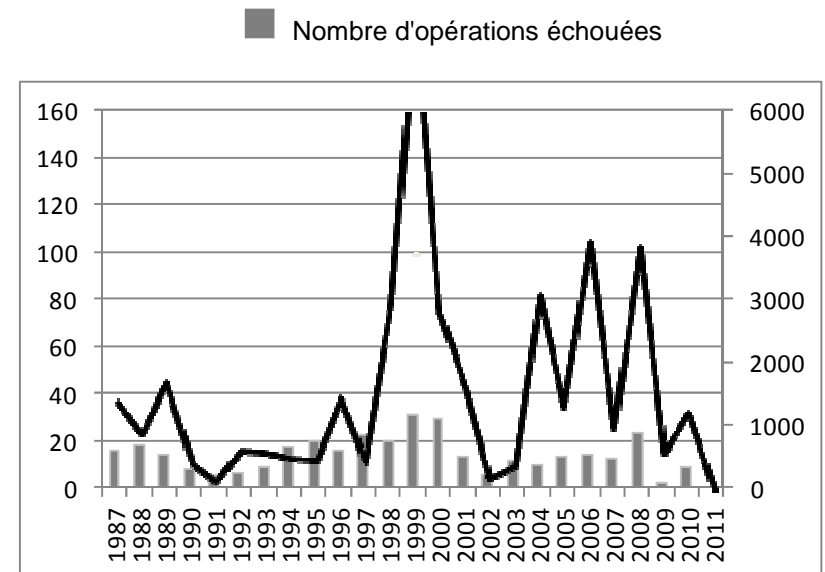
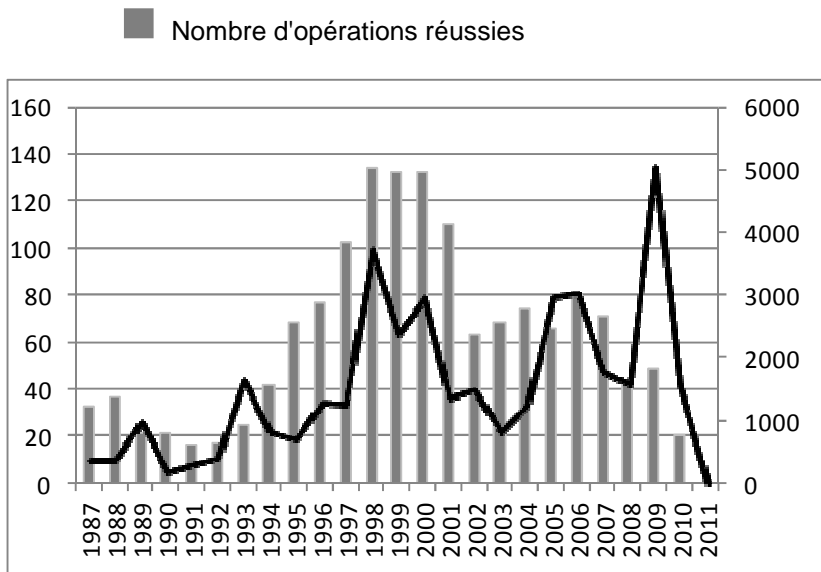
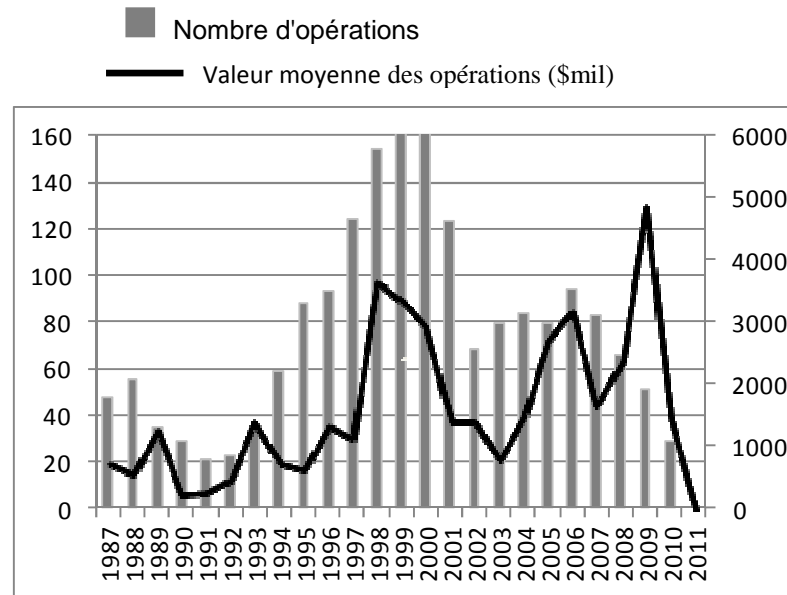
### 3. Description de l'échantillon

Les sous-échantillons finaux sont regroupés en deux catégories de paiement. La première catégorie comprend 482 offres réussies et 108 offres échouées qui sont payées uniquement en titres. La deuxième catégorie comprend 1018 transactions réussies et 235 transactions annulées qui sont financées uniquement en espèces, ou par un mélange de titres et de liquidités. La **Figure 16** affiche la distribution annuelle de l'échantillon ainsi que la valeur moyenne des transactions par année, et cela pour l'échantillon total et pour les deux sous-échantillons selon le statut de l'opération (réussie ou échouée).

<sup>89</sup> Le critère du pourcentage acquis ne s'applique pas sur les opérations échouées vu que la procédure d'acquisition a été annulée, donc le pourcentage acquis sera nul. Ce critère s'applique seulement sur les opérations réussies.



**Figure 16.** Distribution annuelle des opérations de fusions-acquisitions



Parallèlement aux deux études précédentes, l'échantillon présente un pic dans le nombre d'opérations entre 1998 et 2000, ce qui justifie la vague de la fin des années '90 (Harford, 2005). La courbe des valeurs moyennes des transactions sélectionnées affiche une tendance similaire à celle de l'évolution annuelle du nombre d'opérations, à l'exception de la fin des années '2000 qui, malgré la tendance baissière dans le nombre d'opérations, a connu des valeurs moyennes d'opérations très importantes. La chute dans l'activité de fusions-acquisitions à partir de l'année 2007 à l'issue de la crise des « *subprimes* » s'est manifestée plus clairement en terme de valeur. En effet, la baisse de la valeur moyenne de la transaction a été plus prononcée que la diminution du nombre de rapprochements initiés.

Le graphique 2 présente l'évolution du nombre d'opérations réussies ainsi que leurs valeurs moyennes tout au long de la période d'étude. Les mêmes tendances sont observées sauf que le niveau d'activité de l'année 1999 ne présente plus un pic d'activité. De plus, la valeur moyenne des transactions lors de cette année a nettement diminué. La courbe du graphique 3 relative aux opérations échouées justifie cette baisse en affichant un nombre non négligeable d'opérations annulées en 1999 et une valorisation moyenne d'opérations qui dépasse les 6000 m\$. Les valeurs très élevées des rapprochements justifient souvent leur taux d'échec important (Gadiesh et Ormiston, 2002). Au niveau de l'évolution du nombre d'opérations, les propensions se ressemblent entre les opérations réussies et les opérations échouées. Les opérations réussies présente une valeur moyenne totale de 1 947.94 m\$. Elle est légèrement inférieure à la valeur moyenne de l'ensemble des opérations, et nettement inférieure à la taille moyenne des opérations échouées qui est de 2 158.37 m\$.

L'analyse sectorielle de l'échantillon est établie par la **Table 32** qui expose la distribution des acquéreurs et des cibles selon leurs divisions sectorielles. Une distribution sectorielle des firmes acquéreuses est également effectuée suivant le statut de l'opération (réussie vs échouée). La division C, qui correspond au secteur de « Transformation » et qui rassemble les firmes ayant un code *SIC* (*Standard Industrial Classification*) compris entre 20 et 39, contient à peu près 45% du nombre total d'acquéreurs dans notre échantillon. Ces acquéreurs annulent leurs acquisitions dans 18% des cas. Une deuxième division omniprésente dans l'échantillon est celle des « Services » (*SIC* : 70-89) qui concerne 19% du total des firmes acquéreuses, dont 83%

réussissent leurs acquisitions. Le secteur financier concerne 170 acquéreurs (9%) dont 15% ont suspendu leurs transactions. Du côté de la cible, on remarque une accumulation plus prononcée dans la division des « Services » (23%) dont 85% achèvent leurs négociations avec leurs acquéreurs correspondants. Pour le secteur de commerce, on identifie seulement 8% de la totalité des cibles, avec à peu près un quart des cibles qui ne sont pas finalement acquises. Le secteur financier rassemble moins de 8% de nos cibles, et 84% d'entre elles sont effectivement absorbées. La division de la « transformation » comprend également 816 cibles, ce qui représente 44% du nombre total, parmi elles 19% ont connu un échec lors de leurs rapprochements. La répartition sectorielle assez similaire de chacune des firmes cibles et des firmes acquéreuses lors des opérations échouées laisse penser à l'existence d'un nombre important de rapprochements horizontaux qui ont été annulés. Nous testons, dans une section ultérieure, l'effet de l'horizontalité, comme variable de contrôle, sur la réussite de l'opération de F&A.

**Table 32.** Distribution sectorielle des opérations selon leurs statuts

<i>Secteur</i>	<i>Code SIC</i>	<i>Acquéreur</i>			<i>Cible</i>		
		<i>Op. réussies</i>	<i>Op. échouées</i>	<i>Total</i>	<i>Op. réussies</i>	<i>Op. échouées</i>	<i>Total</i>
Exploitation minière	10-14	69	14	83	71	14	85
Construction	15-17	12	5	17	15	6	21
Transformation	20-39	686	156	842	668	148	816
Transports, communications, électricité, gaz et services de santé.	40-49	162	50	212	147	48	195
Commerce de gros	50-51	46	8	54	40	11	51
Commerce de détail	52-59	73	25	98	68	29	97
Finance, assurance et immobilier	60-67	145	25	170	119	23	142
Services	70-89	307	60	367	372	64	436
<b>Total</b>	-	1500	343	1843	1500	343	1843

## 4. Méthodologie

Pour évaluer les politiques de dividendes des firmes fusionnées, nous optons pour quatre mesures différentes du niveau de distribution de dividendes ainsi que de la qualité de son ajustement. Le rendement en dividende évalue la performance du versement de dividendes et le niveau de rémunération de l'actionnaire détenteur du titre. Le ratio de distribution chiffre la part du bénéfice distribué et la vitesse d'ajustement détermine la capacité de la firme fusionnée à ajuster rapidement son dividende par rapport à son dividende précédent et son bénéfice actuel. Cette dernière mesure est calculée à partir des variations enregistrées sur les cinq ans qui précèdent l'opération. De plus, les deux premières mesures sont calculées à partir des moyennes des rapports annuels calculés sur les cinq ans qui précèdent l'annonce. On utilise également une mesure approximative de l'activité de paiement de dividendes de la firme en qualifiant de « payeur » chaque firme qui enregistre au moins un paiement de dividendes durant ces cinq ans. Par ailleurs, et dans le cadre de l'examen des caractéristiques des payeurs et des non-payeurs, nous utilisons une autre variante de l'indicateur de paiement de dividendes qui est « payeur\_1 » : il s'agit du statut de paiement de dividendes accordé à la firme fusionnée qui connaît au moins un versement de dividendes sur l'année précédant l'année de la fusion. Nous optons pour cette variable pour pouvoir expliquer la décision de versement de dividendes à l'année  $t-1$  par rapport aux caractéristiques de la firme évaluées sur la même année<sup>90</sup>.

Dans une approche univariée, nous comparons les caractéristiques des initiatrices/cibles payeuses avec les caractéristiques des initiatrices/cibles non-payeuses afin d'identifier les facteurs de la décision de paiement de dividendes. Ensuite, nous comparons les mesures de dividendes des deux firmes fusionnées pour chacune des opérations réussies et des opérations échouées, et cela afin de pouvoir attribuer la fréquence d'échec plus élevée à la différence plus importante entre les mesures de dividendes des deux firmes. Nous déterminons également les coefficients de corrélation de *Pearson* entre les mesures de dividendes des firmes fusionnées pour le cas des opérations réussies et des opérations échouées. Nous identifions graphiquement la dispersion des points d'intersection entre les deux mesures de dividendes des firmes fusionnées et la

---

<sup>90</sup> Fama et French (2001) analysent les effets marginaux de la taille, la profitabilité et les opportunités d'investissement, évalués à l'année  $t$ , sur la décision de paiement de dividendes de la même année.



fréquence de chaque intersection selon le statut de l'opération. Dans une analyse multivariée, nous utilisons un modèle *logit* pour identifier les caractéristiques des firmes fusionnées qui amènent à une décision de versement de dividendes, où la variable dépendante est la variable binaire « payeur div\_1 » : elle est égale à 1 si la firme fusionnée a versé des dividendes au moins une fois sur l'année qui précède l'annonce, et 0 sinon. Dans un second modèle *logit*, nous exprimons le statut de l'opération de fusion-acquisition en fonction de la différence entre les politiques de dividendes des firmes fusionnées. Pour cela, nous introduisons des variables binaires qui prennent la valeur 1 si la différence entre les mesures de dividendes des firmes fusionnées est supérieure à la différence moyenne observée, et 0 sinon. Nous intégrons également une autre variable qui synthétise les différences détectées sur la base des trois mesures précédentes (rendement en dividende, ratio de distribution et vitesse d'ajustement). Il s'agit d'une variable binaire qui est égale à 1 si on enregistre au moins deux différences sur trois, et 0 sinon. Pour contrôler l'effet de l'environnement de l'opération de rapprochement et des autres spécificités des entreprises combinées, nous introduisons des variables de contrôle relatives aux détails des transactions (taille, attitude, rapprochement sectoriel, rivalité, etc.) et aux caractéristiques financières des firmes (endettement, rentabilité, trésorerie et rachat).

## Section 3. Analyse empirique

Notre analyse empirique s'effectue en deux étapes. La première consiste à une analyse univariée qui expose, tout d'abord, les statistiques descriptives des caractéristiques des opérations et des firmes fusionnées, et puis elle compare ces statistiques entre les deux sous-échantillons observés selon le statut de l'opération. Ensuite, elle présente les moyennes et médianes des mesures des politiques de dividendes (paiement de dividendes, rendement en dividende, ratio de distribution et vitesse d'ajustement) des entreprises fusionnées, et compare entre elles suivant la firme fusionnée (acquéreur ou cible) et le statut de l'opération (réussie ou échouée). Ensuite, à l'instar de la première étude, on opte pour un croisement des statuts de paiement de dividendes de l'acquéreur et de la cible pour chaque sous-échantillon. La seconde étape consiste à établir une analyse multivariée basée sur des régressions logistiques du statut de paiement de dividendes (première question de recherche), et puis du statut de l'opération sur les mesures de la différence entre les politiques de dividendes des firmes fusionnées, et aux variables de contrôle liées aux caractéristiques de l'opération et des firmes impliquées (deuxième question de recherche).

### 1. Statistiques descriptives

La **Table 33** expose les valeurs moyennes des variables relatives aux caractéristiques des acquéreurs et celles des cibles. Cette table présente les caractéristiques moyennes des payeurs et des non-payeurs, et affiche les résultats des tests de différence entre les deux types de firmes. Les firmes acquéreuses (firmes cibles) qui font partie du groupe « *payeurs\_1* » est celles qui ont versé au moins un dividende dans l'année qui précède l'année de l'annonce. Les firmes acquéreuses (firmes cibles) qui font partie du groupe « *non-payeurs\_1* » est celles qui n'ont pas versé de dividendes sur l'année qui précède l'année de l'annonce. Les définitions des variables utilisées pour évaluer les caractéristiques des firmes figurent dans l'**Annexe 4**.

**Table 33.** Moyennes des caractéristiques des firmes fusionnées selon leurs statuts de paiement de dividendes

Statut de paiement	Firmes acquéreuses			Firmes cibles		
	<i>Payeurs_1</i> (N=987)	<i>Non-payeurs_1</i> (N=856)	<i>Diff. de Moy.</i>	<i>Payeurs_1</i> (N=626)	<i>Non-payeurs_1</i> (N=1217)	<i>Diff. de Moy.</i>
Total actif	14231	9924	4307 <sup>a</sup>	2160	1645	515 <sup>a</sup>
Levier d'endettement	1.6	2.24	0.64	2.52	3.70	-1.30 <sup>c</sup>
Rendement de l'actif	0.16	0.07	0.10 <sup>a</sup>	0.07	0.05	0.02 <sup>a</sup>
Ratio de liquidité	0.17	0.10	0.06 <sup>b</sup>	0.17	0.15	0.02 <sup>a</sup>

a, b et c indiquent la significativité au seuil de 1%, 5% et 10% respectivement.

Les statistiques sur la taille moyenne des firmes, mesurée par la valeur de l'actif total montrent une taille plus importante pour les initiatrices et les cibles payeuses de dividendes. Les différences sont statistiquement significatives. Le taux d'endettement est plus élevé chez les non-payeurs pour les acquéreurs ainsi que pour les cibles. La différence est non-significative. Concernant la profitabilité exprimée en rendement de l'actif, les firmes payeuses de dividendes présentent un rendement de l'actif plus élevé, et la différence est significative. Enfin, le ratio de liquidité est significativement plus élevé pour les payeurs que pour les firmes à zéro-dividende. Les valeurs moyennes des caractéristiques des firmes selon leurs statuts de versement de dividendes présentées par la **Table 33** s'alignent avec les résultats des études antérieures et démontrent que les firmes qui versent des dividendes sont généralement celles qui sont plus larges, plus rentables et qui disposent plus de cash. Dans une approche multivariée, nous essayons à l'aide du modèle *logit* de vérifier ces observations.

La **Table 34** présente les statistiques descriptives de notre échantillon d'acquisitions. Elles sont relatives aux variables spécifiques à l'opération, à l'acquéreur et à la cible. Panel A de la **Table 34** présente les statistiques descriptives des variables relatives aux caractéristiques de l'opération. La variable relative au moyen de paiement (tout-en-titres) montre que 32% des opérations totales sont réglées purement en titres, avec un pourcentage légèrement plus faible pour le cas des opérations échouées par rapport aux opérations réussies. La différence est non-significative. La taille moyenne des transactions est d'environ 1987.10 m\$. Elle est plus importante pour le cas des

opérations échouées par rapport à la taille moyenne des opérations réussies. La taille moyenne relative de la cible est de 0.44. Cette taille est plus élevée pour les opérations échouées (0.76) que pour les autres opérations (0.36), ce qui peut expliquer l'effet de taille sur l'échec des transactions (Kaplan et Weisbach, 1992 ; Gadiesh et Ormiston, 2002). Le « *toehold* » est nettement plus important pour les opérations réussies. La participation de l'initiatrice dans le capital de la cible ainsi que les droits de vote qui s'y rattachent sont souvent un moyen d'influence sur la décision des actionnaires de la cible. L'hostilité (attitude) et la rivalité (nombre d'enchérisseurs) constituent cependant des facteurs s'opposant à la réussite de l'opération. Les valeurs moyennes de ces variables s'alignent avec ce constat. En effet, on observe une fréquence d'hostilité plus importante et une présence de plus d'enchérisseurs dans le cas des opérations échouées. Les différences de moyenne entre les deux sous-échantillons sont significatives. Les travaux de Maquiera et al. (1998) montrent que les fusions de type horizontal ont plus de chances d'être réussies que celles de type conglomérat. Des résultats empiriques plus mitigés ont été obtenus par Datta et al. (1992). La comparaison de l'horizontalité entre les opérations réussies et les opérations échouées montre un degré d'horizontalité légèrement plus faible pour les opérations annulées. Cependant, cette différence n'est pas significative.

Panels B et C présentent les moyennes et médianes de quelques caractéristiques des acquéreurs et des cibles. La taille de l'acquéreur mesurée à partir du total de l'actif est, en moyenne, de 12231.7 m\$. Elle est nettement plus faible pour les acquéreurs des offres annulées (13837 contre 5211.9). La taille moyenne de la cible est de 1820.48. Elle n'est pas significativement différente entre les opérations réussies et les opérations échouées. Les cibles dans les opérations échouées semblent être plus rentables, ayant un effet de levier plus élevé, mais elles disposent de moins de cash<sup>91</sup>. La taille moyenne de la cible est significativement plus faible que celle de l'acquéreur. Cette différence est plus prononcée dans le cas des opérations réussies.

---

<sup>91</sup> La littérature sur les caractéristiques des firmes fusionnées montre que les entreprises réellement acquises ont tendance à avoir moins d'endettement, une marge bénéficiaire inférieure et plus de liquidité (ex. Stevens, 1973; Wansley et al., 1983; Dietrich et Sorensen, 1984; Palepu, 1986; Barnes, 1990).

**Table 34.** Moyennes et Médianes des caractéristiques de l'échantillon

Variables	Total		Opérations réussies		Opérations échouées		Diff. de Moy.																				
	Moy.	Méd.	Moy.	Méd.	Moy.	Méd.																					
Nombre d'op.	1 843		1500		343		Op. réussies – Op. échouées																				
<i>Panel A. Caractéristiques de l'opération</i>																											
Tout-en-titres	0.32	0	0.32	0	0.31	0	0.01																				
Valeur de l'op.	1987	302	1947	320	2158	233	-210.40																				
Taille relative	0.44	0.19	0.36	0.15	0.76	0.39	-0.39 <sup>a</sup>																				
% déjà détenu	0.05	0	0.06	0	0.002	0	0.059 <sup>a</sup>																				
Hostilité	0.05	0	0.02	0	0.19	0	-0.170 <sup>a</sup>																				
Horizontalité	0.63	1	0.64	1	0.62	1	0.018																				
No. d'enchérisseurs	0.10	0	0.06	0	0.29	0	-0.227 <sup>a</sup>																				
<i>Panel B. Caractéristiques de l'acquéreur</i>																											
Total actif	12231	1681	13837	1937	5211	1013	8626 <sup>a</sup>																				
Levier d'end.	1.90	1.11	1.75	1.08	2.57	1.17	-0.825 <sup>b</sup>																				
Rend. de l'actif	0.12	0.13	0.12	0.14	0.12	0.12	0.006																				
Ratio de liquidité	0.14	0.07	0.14	0.07	0.15	0.08	-0.010																				
Rachat d'actions	-0.036	0.004	-0.04	0.004	-0.01	0.002	-0.026																				
<i>Panel C. Caractéristiques de la cible</i>																											
Total actif	1820	203	1887	199	1525	224	362																				
Levier d'end.	3.30	0.95	1.29	0.93	12.08	1.11	-0.540 <sup>a</sup>																				
Rend. de l'actif	0.06	0.11	0.059	0.11	0.09	0.11	-0.029 <sup>a</sup>																				
Ratio de liquidité	0.16	0.08	0.17	0.08	0.14	0.06	0.030 <sup>a</sup>																				
Rachat d'actions	0.003	0.0005	0.002	0.0003	0.009	0.001	-0.007																				
<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td>Total actif</td> <td>10411<sup>a</sup></td> <td>11949<sup>a</sup></td> <td>3686<sup>a</sup></td> </tr> <tr> <td>Levier d'end.</td> <td>0.516</td> <td>0.463</td> <td>0.748</td> </tr> <tr> <td>Rend. de l'actif</td> <td>0.061<sup>a</sup></td> <td>0.067<sup>a</sup></td> <td>0.031<sup>a</sup></td> </tr> <tr> <td>Ratio de liquidité</td> <td>-0.023<sup>a</sup></td> <td>-0.031<sup>a</sup></td> <td>0.009</td> </tr> <tr> <td>Rachat d'actions</td> <td>-0.040</td> <td>-0.044</td> <td>-0.025</td> </tr> </table>								Total actif	10411 <sup>a</sup>	11949 <sup>a</sup>	3686 <sup>a</sup>	Levier d'end.	0.516	0.463	0.748	Rend. de l'actif	0.061 <sup>a</sup>	0.067 <sup>a</sup>	0.031 <sup>a</sup>	Ratio de liquidité	-0.023 <sup>a</sup>	-0.031 <sup>a</sup>	0.009	Rachat d'actions	-0.040	-0.044	-0.025
Total actif	10411 <sup>a</sup>	11949 <sup>a</sup>	3686 <sup>a</sup>																								
Levier d'end.	0.516	0.463	0.748																								
Rend. de l'actif	0.061 <sup>a</sup>	0.067 <sup>a</sup>	0.031 <sup>a</sup>																								
Ratio de liquidité	-0.023 <sup>a</sup>	-0.031 <sup>a</sup>	0.009																								
Rachat d'actions	-0.040	-0.044	-0.025																								
							Diff. de Moy. Carac. de l'acq. - Carac. de la cible																				

a, b et c indiquent la significativité au seuil de 1%, 5% et 10% respectivement.

La capacité moyenne d'endettement de l'acquéreur est plus importante dans le cas des opérations réussies, ce qui peut justifier l'impact de la détresse financière de l'acquéreur sur les chances de réussir son acquisition. A contrario, la capacité d'endettement de la cible est plus faible dans les opérations réussies. Cela peut être expliqué par le fait que

la difficulté financière de la cible facilite l'aboutissement de l'acquisition en faisant face à une moindre résistance de la part de ses actionnaires. Le rendement de l'actif de l'acquéreur est, en moyenne, de 0.12. Il est plus élevé que celui de la cible particulièrement dans le cas des opérations réussies. Le ratio de liquidité de l'entreprise est défini comme la valeur totale des liquidités et des titres négociables sur l'actif total de la société au cours des douze derniers mois précédant l'annonce. La trésorerie moyenne de la cible est supérieure à celle de l'acquéreur, et en particulier pour les opérations réussies. Le rachat d'actions, qui est mesuré en normalisant le montant de rachat effectué par rapport à la capitalisation boursière de la firme, est en moyenne négatif pour l'acquéreur, et très faible pour la cible. La différence dans le rachat d'actions entre les deux sous-échantillons est non-significative.

**Table 35** affiche les statistiques des mesures utilisées pour évaluer les politiques de dividendes des firmes fusionnées. Panel A de la **Table 35** présente les mesures de distribution de dividendes des entreprises acquéreuses. En ce qui concerne le statut de paiement de dividendes, à peu près un sur deux acquéreurs est payeur de dividendes pour les différents types d'opérations. La valeur médiane de cette variable binaire, qui prend la valeur 1 lorsque la firme a un statut de « payeur » et 0 sinon, est égale à 1. A peu près une cible sur trois est payeuse de dividendes, et à partir de la valeur médiane, l'existence de cibles non-payeuses de dividendes est plus fréquente. Dans les opérations échouées, la cible est plus active en termes de paiement de dividendes. La comparaison entre les statuts de paiement des firmes fusionnées révèle des acquéreurs qui sont plus souvent payeurs de dividendes que les cibles. Le rendement en dividende moyen de l'acquéreur est de 1.3%. Il est plus élevé que celui de la cible. Cette différence est légèrement plus apparente dans le cas des opérations réussies. De même, la différence entre le ratio de distribution moyen de l'acquéreur et celui de la cible est en faveur du premier, et elle est nettement plus prononcée pour les opérations réussies. La vitesse d'ajustement du dividende, qui, à la différence des deux premières mesures, évalue la qualité du dividende de la firme, est, en moyenne, de 0.183 pour l'acquéreur et de -0.043 pour la cible. La différence de cette mesure entre l'acquéreur et la cible est significativement plus importante pour le sous-échantillon des opérations réussies.

**Table 35.** Moyennes et Médianes des mesures de dividendes

Variables	Total		Opérations réussies		Opérations échouées		Diff. de Moy. <i>Op. réussies – Op. échouées</i>
	<i>Moy.</i>	<i>Méd.</i>	<i>Moy.</i>	<i>Méd.</i>	<i>Moy.</i>	<i>Méd.</i>	
Nombre d'opérations	1 843		1500		343		
<b>Panel A. Mesures de dividendes de l'acquéreur</b>							
Payeur de dividendes	0.535	1	0.533	1	0.545	1	-0.011
Rendement en dividende	0.013	0.001	0.012	0.001	0.014	0.001	-0.001
Ratio de distribution	0.242	0.031	0.240	0.032	0.249	0.021	-0.009
Vitesse d'ajustement	0.183	0	0.180	0	0.195	0	-0.015
<b>Panel B. Mesures de dividendes de la cible</b>							
Payeur de dividendes	0.339	0	0.324	0	0.408	0	-0.084 <sup>a</sup>
Rendement en dividende	0.009	0	0.009	0	0.011	0	-0.002 <sup>b</sup>
Ratio de distribution	0.170	0	0.160	0	0.214	0	-0.053 <sup>b</sup>
Vitesse d'ajustement	-0.043	0	-0.074	0	0.091	0	-0.0166

Payeur de dividendes	0.195 <sup>a</sup>	0.209 <sup>a</sup>	0.137 <sup>a</sup>
Rendement en dividende	0.003 <sup>a</sup>	0.003 <sup>a</sup>	0.002 <sup>c</sup>
Ratio de distribution	0.071 <sup>a</sup>	0.079 <sup>a</sup>	0.035
Vitesse d'ajustement	0.226 <sup>b</sup>	0.245 <sup>c</sup>	0.103 <sup>b</sup>

Diff. de Moy. - Div. de l'acq. - Div. de la cible
--

a, b et c indiquent le seuil de significativité à 1%, 5% et 10% respectivement.

Selon ces quatre mesures de dividendes, il apparaît que les acquéreurs sont généralement plus actifs en termes de versement de dividendes par rapport à des entreprises cibles qui sont moins impliquées dans des programmes de distribution de dividendes. Néanmoins, à l'opposé de l'hypothèse formulée, il s'avère, à partir des différences de moyenne entre les mesures des firmes fusionnées, que le degré de différence entre les politiques de dividendes des firmes fusionnées s'accroît dans le cas des opérations réussies, ce qui réfute l'effet probable des clientèles différentes des firmes fusionnées sur la réussite du rapprochement. Nous vérifions au préalable ces statistiques à partir du croisement des statuts de paiement de dividendes des firmes fusionnées séparément entre les opérations réussies et celles échouées, et puis en régressant la probabilité de réussite en fonction des « proxies » choisis pour exprimer la différence entre les politiques de dividendes des firmes impliquées.

## 2. Caractéristiques des payeurs de dividendes

Dans ce paragraphe, nous analysons les résultats du modèle *logit* du statut de versement de dividendes des firmes fusionnées sur leurs caractéristiques correspondantes enregistrées sur l'année qui précède la fusion. La **Table 36** affiche les résultats du modèle pour les firmes acquéreuses et les firmes cibles. La variable dépendante est la variable muette « *payeur\_1* » qui prend la valeur 1 si la firme a versé au moins un dividende sur l'année *t-1* et 0 sinon. Les variables explicatives sont liées aux spécificités de taille, d'endettement, de profitabilité et de liquidité des firmes.

**Table 36.** Modèle *logit* de paiement de dividendes

Var. Dep.	Statut de paiement de dividendes (1 si elle est payeuse et 0 sinon)		
Var. Indep.	Signe prévu	Firmes acquéreuses	Firmes cibles
Intercept		1.46 <sup>a</sup>	1.02 <sup>a</sup>
<b>Variables d'intérêt</b>			
Total actif	+	0.04 <sup>a</sup>	0.01 <sup>b</sup>
Levier d'endettement	-	-0.13 <sup>c</sup>	0.02
Rendement de l'actif	+	1.02 <sup>a</sup>	1.73 <sup>b</sup>
Ratio de liquidité	+	0.48 <sup>b</sup>	0.63 <sup>b</sup>
<i>No. Obs.</i>		1843	1843
<i>Ratio de vraisemblance</i>		145.32 <sup>a</sup>	116.50 <sup>a</sup>
<i>% Classement correct</i>		74.20	68.21

a, b et c indiquent la significativité au seuil de 1%, 5% et 10% respectivement.

Le signe du « total actif » est positif et significatif pour les acquéreurs et les cibles. En conformité avec les travaux de Fama et French (2001) et DeAngelo et al. (2004), ce résultat souligne que plus la firme est de grande taille, plus elle est susceptible de verser du dividende. Les firmes à zéro-dividende sont généralement des sociétés à fort levier financier puisque ces sociétés se servent de leurs liquidités pour s'acquitter de leurs obligations de remboursement (Rozeff, 1982). Les résultats du modèle sur les firmes acquéreuses confirment cette hypothèse à partir du signe négatif du coefficient du « levier d'endettement ». Cependant, il est faiblement négatif. Pour les firmes cibles, ce coefficient est positif et non significatif. DeAngelo et al. (1992) indiquent que la perte accroît la probabilité d'omission de dividendes. A partir de notre modèle, la rentabilité



de l'actif est positivement et significativement associé au fait que la firme distribue des dividendes. Ce résultat confirme également les résultats de DeAngelo et al. (2004) ainsi que ceux de Fama et French (2001). Enfin, nous observons un signe positif et significatif au seuil de 5% du ratio de liquidité, ce qui implique que la capacité de la firme à verser du dividende dépend également du montant de cash à sa disposition.

En somme, nos résultats sur les caractéristiques des firmes fusionnées payeuses de dividendes viennent consolider les théories classiques sur les dividendes, et montrent que les firmes payeuses qui sont impliquées dans des opérations de fusions-acquisitions sont dotées également des spécificités répandues chez l'ensemble des payeurs de dividendes, à savoir une plus grande taille, plus de profitabilité et des liquidités plus importantes. A la lumière de ces résultats et de la littérature existante, nous considérons la politique de dividendes comme un facteur de différenciation entre les firmes fusionnées afin de tester l'hypothèse que plus la différence dans le comportement de versement de dividendes entre l'acquéreur et la cible est importante, plus la probabilité d'aboutissement de la fusion est faible.

### 3. Paiement de dividendes par les firmes fusionnées et statut de l'opération

Nous étudions le croisement des comportements de paiement de dividendes des firmes fusionnées selon le statut de l'opération. La **Table 37** présente des tables de contingence qui déterminent le nombre de cas de croisement présents dans l'échantillon selon que l'entreprise concernée est payeuse de dividendes ou non. Au préalable, nous classons le comportement de versement de dividendes de l'acquéreur sur un axe vertical, et celui de la cible sur un axe horizontal, ce qui donne lieu à la répartition de nos transactions sur quatre cas de fusions possibles. Panel A présente la répartition des fréquences croisées de paiement de dividendes pour le cas des opérations réussies. 40.67% des opérations réussies réunissent des firmes à zéro dividende. En effet, à l'instar de notre première étude, il existe un nombre important de firmes non-payeuses que ce soit du côté des firmes acquéreuses ou du côté des firmes cibles. 26.4% des opérations concernent des firmes payeuses de dividendes des deux côtés. Nous observons également 32.93% des rapprochements aboutis qui regroupent des firmes ayant des statuts de paiement de

dividendes distincts. Toutefois, l'utilisation d'une mesure assez brute de l'activité de distribution peut dissimuler d'autres cas de fusions qui concernent des firmes appartenant à des classes de distribution de dividendes différentes bien qu'elles soient toutes les deux payeuses de dividendes.

**Table 37.** Tables de contingence des statuts de paiement de dividendes

*Panel A. Distribution des fréquences croisées des statuts de paiement de dividende - Opérations réussies (N=1500).*

		<i>Statut de paiement de dividendes de la cible</i>	
		Non-payeur	Payeur
<i>Statut de paiement de dividendes de l'acquéreur</i>	Non-payeur	610 (40.67%)	90 (6%)
	Payeur	404 (26.93%)	396 (26.40%)

*Panel B. Distribution des fréquences croisées des statuts de paiement de dividende - Opérations échouées (N=343).*

		<i>Statut de paiement de dividendes de l'acquéreur</i>	
		Non-payeur	Payeur
<i>Statut de paiement de dividendes de l'acquéreur</i>	Non-payeur	122 (35.57%)	34 (9.91%)
	Payeur	81 (23.62%)	106 (30.90%)

Panel B présente la répartition des fréquences croisées de paiement de dividendes pour le cas des opérations échouées. Dans 35.57% des cas, les opérations de fusions-acquisitions rassemblent des non-payeurs. 106 sur 343 cas de fusions concernent des firmes qui ont payé au moins une fois durant les cinq ans qui précèdent l'annonce. Au total, 33.53% des opérations réunissent des firmes ayant des statuts de paiement différents. La comparaison entre les fréquences croisées des deux panels montre une proportion de différence en termes de paiement de dividendes légèrement plus élevée dans le cas des opérations échouées. Dans les deux cas, on remarque que les opérations qui regroupent un acquéreur payeur et une cible non-payeuse sont plus fréquentes, ce qui s'aligne avec les résultats de la table précédente sur l'activité de distribution plus prononcée chez l'acquéreur.

En somme, le croisement des politiques de dividendes des firmes fusionnées sur la base du statut de paiement de dividendes montre des répartitions relativement similaires des fréquences croisées entre les opérations réussies et les opérations échouées. Il importe ainsi de préciser le degré de différence dans l'activité de distribution de dividendes à l'aide des trois autres mesures pour pouvoir discerner, au sein des cas de croisement « payeur – payeur », d'autres cas de divergence des politiques de dividendes des firmes fusionnées. Les **Annexes 2** et **3** schématisent respectivement la dispersion des opérations réussies et la dispersion de la proportion de paiement en actions selon les niveaux de distribution de dividendes des firmes fusionnées (rendement en dividende, ratio de distribution).

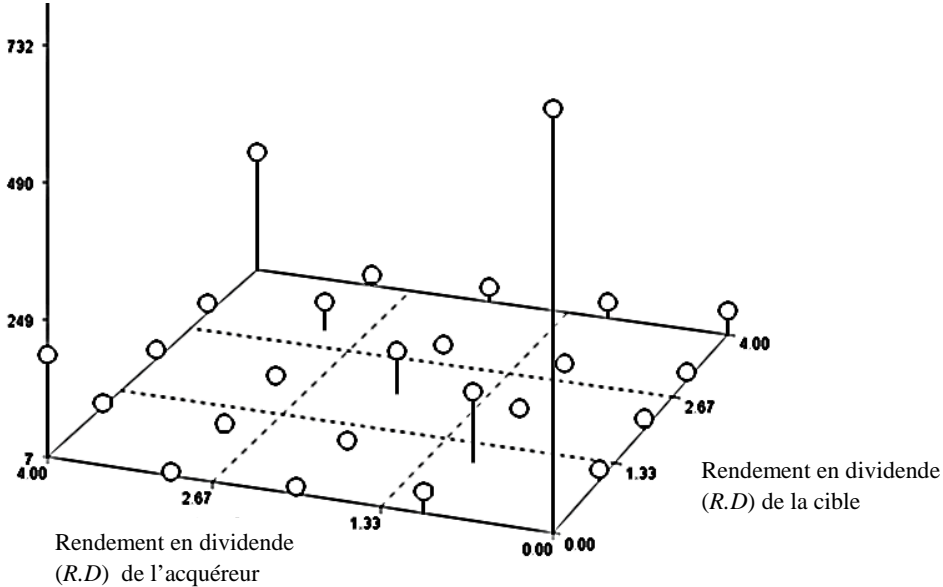
#### 4. Niveaux de paiement de dividendes par les firmes fusionnées et statut de l'opération

Dans ce paragraphe, nous nous référons aux trois mesures de dividendes à savoir le rendement en dividende, le ratio de distribution et la vitesse d'ajustement, pour évaluer le degré de corrélation entre celles de l'acquéreur et celles de la cible selon le statut de l'opération concernée. Dans un premier lieu, nous calculons les coefficients de corrélation de *Pearson*, et puis, nous dressons graphiquement la dispersion des fréquences croisées selon les classes de distribution de dividendes des firmes fusionnées. Les coefficients de corrélation sont, au départ, calculés sur l'échantillon total. Nous observons un coefficient plus important entre les rendements en dividende des firmes fusionnées (0.63) qu'entre leurs ratios de distribution (0.35). Ce coefficient est, dans les deux cas, significatif. Cependant, il est très faible et non significatif pour le cas des vitesses d'ajustement. Par ailleurs, la comparaison des coefficients de corrélation entre les deux sous-échantillons montre une corrélation plus importante entre les rendements en dividende des firmes fusionnées lors des opérations réussies (0.69) que dans le cas des opérations échouées (0.51). De même, la corrélation entre les ratios de distribution des firmes fusionnées lors des opérations réussies (0.38) est plus élevée que pour les autres opérations (0.25). La corrélation entre les vitesses d'ajustement demeure faible et non significative pour les deux sous-échantillons. L'étude de la corrélation de *Pearson* montre qu'il existe un lien significatif entre les mesures du degré de distribution de dividendes des firmes fusionnées (rendement en dividende et ratio de distribution), alors qu'il est manquant lorsqu'on évalue la qualité du dividende de la

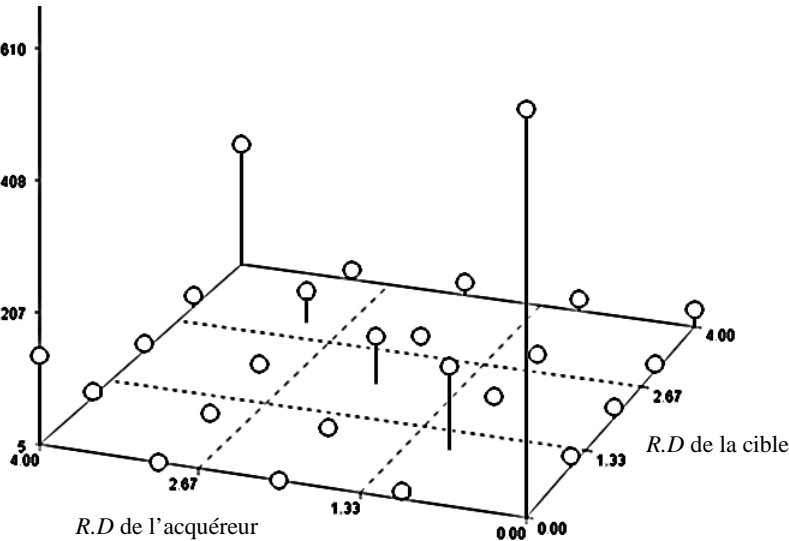
firme fusionnée en se basant sur sa vitesse d'ajustement. La comparaison entre les coefficients de corrélation des rendements en dividende des firmes fusionnées selon le type de l'opération révèle plus explicitement une forte corrélation dans le cas des opérations réussies. Pour cette raison, nous essayons de classer les firmes fusionnées selon le niveau de leur rendement en dividende, et à la lumière de ce classement, nous dressons graphiquement la dispersion du nombre d'opérations. La **Figure 17** présente cette dispersion sur trois graphiques. Pour chaque graphique, on dispose d'un premier axe qui classe le rendement en dividende de l'acquéreur suivant 4 classes, un deuxième axe qui classe le rendement en dividende de la cible suivant quatre classes également, et un troisième axe des séries qui affiche le nombre d'opérations enregistrées pour les seize croisements possibles. Le premier graphique qui concerne toutes les opérations montre plus d'opérations au niveau des intersections entre les classes similaires de rendement en dividende, en particulier, au niveau du croisement « non-payeur - non-payeur » et du croisement qui inclut des firmes à rendements en dividende élevés (classe 4). La comparaison entre les deux autres graphiques montre clairement une dispersion plus symétrique au niveau des opérations réussies par rapport aux opérations échouées. De là découle la pertinence du rendement en dividende à faire apparaître l'écart plus significatif entre les politiques de dividendes des firmes fusionnées lors des opérations annulées. Nous essayons ultérieurement de vérifier cet effet à partir d'une régression logistique du statut de l'opération sur la différence de ce rendement entre les firmes fusionnées.

**Figure 17.** Dispersion du nombre d'opérations selon les classes de rendement en dividende des firmes fusionnées

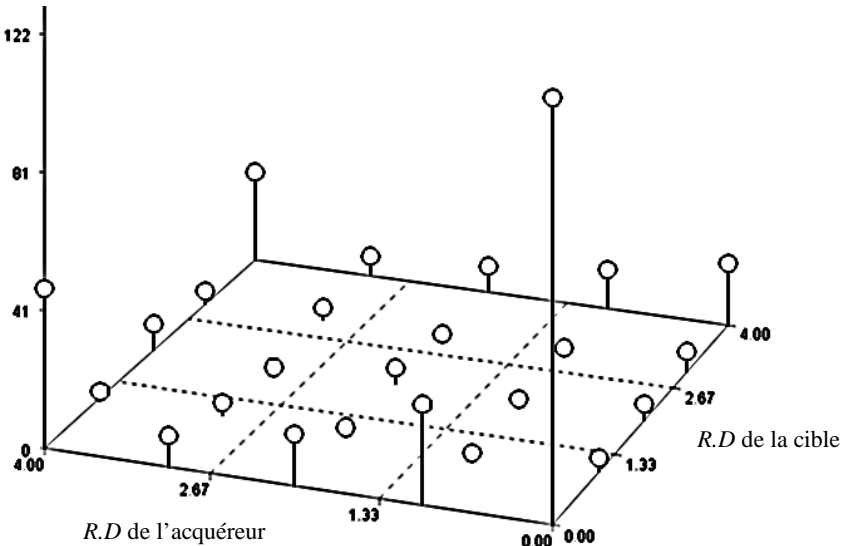
**Nombre d'opérations**



**Nombre d'opérations réussies**



**Nombre d'opérations échouées**



## 5. Analyse multivariée

Notre analyse multivariée consiste à exprimer la réussite de l'opération de F&A en fonction des mesures de différence entre les politiques de dividendes des firmes fusionnées, ainsi que d'autres variables de contrôle relatives aux caractéristiques de l'opération et des entreprises impliquées. A cette fin, nous allons utiliser une régression logistique où la variable dépendante est le statut de l'opération défini par une variable binaire qui est égale à 1 si l'opération est réussie et 0 sinon. Pour capturer le choc des politiques de dividendes entraîné par la fusion, et sur la base des mesures de dividendes utilisés auparavant, nous introduisons quatre variables explicatives d'intérêt: Diff.Yield, Diff.Payout, Diff.Adjust\_Speed et Synthetic.Diff. La variable « Diff.Yield » est une variable binaire qui prend la valeur 1 si la différence entre les rendements en dividende des firmes fusionnées est supérieure à la différence moyenne observée, et 0 sinon. La variable « Diff.Payout » est une variable binaire qui prend la valeur 1 si la différence entre les ratios de distribution des firmes fusionnées est supérieure à la différence moyenne observée, et 0 sinon. Et la variable « Diff.Adjust\_Speed » est une variable binaire qui prend la valeur 1 si la différence entre les vitesses d'ajustement des firmes fusionnées est supérieure à la différence moyenne observée, et 0 sinon. Nous introduisons également une quatrième variable qui prend la forme d'une différence synthétique en tenant compte des différences détectées sur la base des trois mesures précédentes. Il s'agit d'une variable binaire qui est égale à 1 si on enregistre au moins deux différences sur les trois différences calculées à partir du rendement en dividende, ratio de distribution et vitesse d'ajustement, et 0 sinon.

Dans nos régressions, nous contrôlons les effets d'autres variables liées aux caractéristiques de l'acquéreur, de la cible et de l'opération. Nous prenons la précaution de ne pas mettre des variables corrélées à plus de 20% dans la même régression. La **Table 38** rapporte l'estimation des régressions logistiques sur le statut de l'opération. Dans la première régression, où la variable explicative de référence est la différence entre les rendements en dividende de l'acquéreur et de la cible, le coefficient de cette variable est négatif et statistiquement significatif, ce qui confirme les résultats de l'analyse univariée sur la base du rendement en dividende, et prouve l'effet négatif de la différence entre les rendements en dividende des firmes fusionnées sur les chances de la

réussite de l'opération. Dans la deuxième régression, lorsque la différence entre les taux de distribution des firmes fusionnées est utilisée comme la variable d'intérêt, son coefficient obtenu est également négatif mais non significatif.

**Table 38.** Modèle *logit* de la réussite de l'opération.

Var. Dep.		Statut de l'opération (1 si elle est réussie et 0 sinon)			
Var. Indep.	Signe prévu	(1)	(2)	(3)	(4)
Intercept		1.23 <sup>a</sup>	1.09 <sup>a</sup>	1.09 <sup>a</sup>	1.15 <sup>a</sup>
<b>Variables d'intérêt</b>					
Diff.Yield	-	-0.46 <sup>a</sup>	-	-	-
Diff.Payout	-	-	-0.18	-	-
Diff.Adj_Speed	-	-	-	-0.27 <sup>c</sup>	-
Synthetic.Diff		-	-	-	-0.30 <sup>b</sup>
<b>Caractéristiques de l'opération</b>					
Tout-en-titres	-	-0.13	-0.10	-0.09	-0.11
Taille de l'opération	-	0.21 <sup>a</sup>	0.20 <sup>a</sup>	0.20 <sup>a</sup>	0.20 <sup>a</sup>
Taille relative	-	-0.52 <sup>a</sup>	-0.50 <sup>a</sup>	-0.52 <sup>a</sup>	-0.51 <sup>a</sup>
% déjà détenu	+	5.01 <sup>a</sup>	5.00 <sup>a</sup>	5.03 <sup>a</sup>	5.01 <sup>a</sup>
Hostilité	-	-2.70 <sup>a</sup>	-2.70 <sup>a</sup>	-2.68 <sup>a</sup>	-2.70 <sup>a</sup>
Horizontalité	+	0.20	0.21	0.20	0.20
Nombre d'enchérisseurs	-	-1.80 <sup>a</sup>	-1.80 <sup>a</sup>	-1.81 <sup>a</sup>	-1.80 <sup>a</sup>
<b>Caractéristiques de l'acquéreur</b>					
Levier	-	-0.02 <sup>c</sup>	-0.02 <sup>c</sup>	-0.02 <sup>b</sup>	-0.02 <sup>c</sup>
Rendement de l'actif	+	-0.12	-0.12	-0.12	-0.12
Ratio de liquidité	+	-0.91 <sup>b</sup>	-0.74 <sup>c</sup>	-0.76 <sup>c</sup>	-0.83 <sup>c</sup>
Rachat d'actions	-	-0.006	-0.01	-0.01	-0.009
<b>Caractéristiques de la cible</b>					
Levier	+	-0.006	-0.007	-0.006	-0.006
Rendement de l'actif	-	-0.32	-0.33	-0.33	-0.33
Ratio de liquidité	+	0.46	0.54	0.53	0.49
Rachat d'actions	+	-2.86	-2.82	-2.73	-2.88
<b>No. Obs.</b>		1843	1843	1843	1843
<b>Ratio de vraisemblance</b>		144.2 <sup>a</sup>	176.9 <sup>a</sup>	78.2 <sup>a</sup>	154.9 <sup>a</sup>
<b>% Classement correct</b>		79.32	75.60	65.42	68.31

a, b et c indiquent la significativité au seuil de 1%, 5% et 10% respectivement.

Dans la troisième régression, nous observons également un coefficient négatif et légèrement significatif de la différence en termes de vitesse d'ajustement. Ce résultat suggère qu'en plus de la différence dans le degré de distribution de dividendes, la différence de qualité du dividende entre les firmes fusionnées peut être déterminante de la probabilité de réussite de l'opération. Les résultats de la régression sur la différence synthétique des trois mesures confirment l'existence d'une relation négative entre la réussite de l'opération et la différence entre les politiques de dividendes des firmes fusionnées.

Nous réalisons nos tests de régression en incluant des variables de contrôle spécifiques aux détails des opérations. La taille de l'opération semble être un facteur favorisant la réussite de l'opération, contrairement à la taille relative de la cible qui a un coefficient négatif et significatif révélant l'impact négatif de la proximité en termes de taille entre les firmes fusionnées sur la réalisation du rapprochement. Le « *toehold* » est positivement et significativement corrélé avec la réussite de l'opération. En effet, la participation de l'acquéreur dans la firme cible avant la fusion peut arranger les négociations entre les parties concernées et réduire le manque d'informations sur la firme cible. Betton et al. (2008) estime, à partir de 7470 fusions et offres de rachat, que le taux de réussite de l'opération est plus élevé lorsque l'acquéreur a déjà acquis des parts de la cible auparavant. Les coefficients de l'hostilité et du nombre d'enchérisseurs sont négatifs et significatifs, ce qui explique l'influence négative de l'attitude hostile de l'acquéreur et de la rivalité autour de la cible sur les négociations entre les firmes. Bates et Lemmon (2003) soulignent que les négociations deviennent plus risquées quand la réaction de la cible à l'offre est hostile. Walking (1985) et Betton et Eckbo (2000) montrent également que l'entrée d'un acquéreur rival dissuade la probabilité de réussite de l'opération. D'un autre côté, Betton et al. (2008) témoignent de l'effet positif de l'horizontalité entre les firmes fusionnées sur la réussite de l'opération. Toutefois, la réussite des opérations dans notre échantillon semble être in affectée par le rapprochement sectoriel entre les firmes fusionnées.



Contrairement à ce qui était prévu, le mode de paiement n'a aucun effet sur la probabilité de réalisation de l'offre<sup>92</sup>. En effet, la relation négative entre la différence des politiques de dividendes et l'achèvement de la transaction devrait être plus prononcée dans le cas des opérations réglées en actions<sup>93</sup>. Ce résultat réfute l'effet de clientèle dans notre contexte et montre que cet effet n'est pas assez fort pour interrompre une opération de fusion-acquisition. En outre, nous sélectionnons un ensemble de variables de contrôle relatives aux caractéristiques des entreprises combinées. Nous trouvons qu'un faible levier de l'acquéreur est associé à une probabilité de réussite plus élevée, et que cette probabilité diminue significativement avec le niveau de liquidité de l'acquéreur. Aucun des coefficients des variables relatives aux caractéristiques des cibles ne s'est avéré statistiquement significatif.

Pour résumer, notre hypothèse est dite fondée si nous nous appuyons sur les résultats de l'une des trois mesures utilisées, à savoir le rendement en dividendes. L'explication de la significativité de cette mesure se base sur le fait qu'elle traduit fondamentalement la rémunération de l'actionnaire suite à la détention de l'action. De ce fait, les tentatives de rapprochement entre deux firmes ayant des politiques de rémunération des actionnaires différentes peuvent provoquer des oppositions et des résistances de la part des actionnaires afin d'empêcher la réalisation de l'opération.

---

<sup>92</sup> Bates et Lemmon (2003) trouvent une association positive entre la probabilité de succès et le pourcentage d'actions utilisé pour payer l'acquisition, tandis que d'autres études telles que Betton et al. (2007) constatent le contraire.

<sup>93</sup> Selon l'effet de clientèle dans le contexte des fusions-acquisitions, la préoccupation de l'actionnaire de la cible pour la politique de dividendes de l'acquéreur se pose quand il est invité à recevoir les actions de l'acquéreur en échange de ses actions dans la firme cible. En d'autres termes, et dans le sens de l'effet de clientèle, l'attitude des actionnaires de la cible serait affectée par la différence entre les politiques de dividendes des firmes fusionnées si l'acquisition est potentiellement payée en actions. Pour cela, nous avons opté pour un test de robustesse, en procédant à des régressions logistiques sur les opérations financées purement en titres et celles réglées en cash/ ou par un mélange de cash et d'actions, séparément. Puis, nous avons réalisé un test de différence entre les deux régressions. Nous n'avons trouvé aucune différence significative (c.-à-d. les coefficients des variables interactives "Diff.Yield × Tout-en-titres", "Diff.Payout × Tout-en-titres", "Diff.Adj\_Speed × Tout-en-titres" et "Synthetic.Diff × Tout-en-titres" sont tous non-significatifs).

## Conclusion du chapitre

Cette étude fournit une nouvelle preuve aux spécificités des payeurs de dividendes. Elle se distingue des études précédentes qu'elle tend de vérifier les théories classiques des dividendes sur les firmes fusionnées dans un objectif de prendre la politique de dividendes comme un argument de différenciation pouvant entraver le processus de fusion. D'un point de vue théorique, et en se basant sur l'effet de clientèle et sur le comportement des actionnaires de la cible allant de la résistance à l'inertie, on estime que les actionnaires de la cible se préoccupent des aspects de la politique de dividendes de la firme acquéreuse, et réagit avec diligence à la discordance des stratégies de distribution. Du côté de l'acquéreur, il est préférable également de se lancer dans une acquisition assurant moins de divergence dans les politiques financières des firmes impliquées en général et dans les politiques de dividendes en particulier.

L'objet de ce chapitre a été effectué à travers l'analyse des dividendes des firmes fusionnées sur la période qui précède la fusion. Le rendement en dividende, le ratio de distribution, le statut de paiement et la vitesse d'ajustement ont été utilisés comme mesures de la politique de dividendes de la firme fusionnée. Notre hypothèse de base consiste à prouver que les fusions-acquisitions impliquant des firmes qui se comportent différemment en termes de distribution de dividendes sur les cinq ans qui précèdent la fusion, sont moins probables d'être achevées. Notre estimation est basée sur 1843 opérations de fusions-acquisitions annoncées entre 1987 et 2011, dont 1500 réussies et 343 échouées. A partir d'une analyse univariée sur les caractéristiques des politiques de dividendes des firmes fusionnées et l'examen de leur croisement, il s'avère que le rendement en dividende reflète plus explicitement l'effet de la différence de distribution de dividendes sur la réussite de l'opération. Par ailleurs, l'analyse multivariée à l'aide d'une régression logistique sur le rendement en dividende confirme la supposition que les firmes fusionnées sont plus susceptibles d'annuler leur rapprochement si leurs politiques de dividendes sont assez différentes. Néanmoins, l'effet de clientèle s'avère non-susceptible d'expliquer ce résultat étant donné que cette relation n'est pas valable seulement pour les fusions payées en titres. Pour autant, ce résultat apporte un éclairage sur l'intérêt porté par les actionnaires sur la convergence des stratégies financières des firmes impliquées afin d'assurer la réussite de leurs opérations de fusions-acquisitions.

# CONCLUSION GÉNÉRALE

L'objectif de cette étude était d'examiner l'éventuel apport de la politique de dividendes dans le contexte des fusions-acquisitions. Cet apport a été abordé selon trois différents axes. Après avoir proposé une revue de littérature autour de cette question dans le premier chapitre de ce document, nous avons opté pour une analyse empirique sur des échantillons de fusions-acquisitions américaines pour confronter nos données à certains postulats proposant des relations économiques, informationnelles et financières entre la décision de distribution de dividendes et les aspects des opérations de rapprochement ainsi que leurs résultats. Au préalable, nous sommes partis d'un exemple de fusion américaine qui a réuni *CVS* et *Caremark* en 2006 afin de vérifier notre intuition théorique à partir de l'observation directe d'un cas de fusion réel. Cette illustration a montré qu'il existe un choc entre les politiques de dividendes adoptées par *CVS* et *Caremark* qui s'est traduit dans l'ajustement post-fusion observé de la politique de dividendes de l'entité combinée *CVS Caremark*.

Le deuxième chapitre a vérifié les résultats de cette démarche illustrative sur un échantillon d'opérations impliquant des entreprises américaines cotées, étant annoncées entre 1987 et 2005. Théoriquement, nous nous sommes basés sur le principe de l'effet de clientèle de Black et Scholes (1974) qui fait valoir que les clientèles de dividendes pourraient se former sur la base des caractéristiques des investisseurs. Cet effet de clientèle a fait également l'objet de plusieurs autres études sur la politique de dividendes de l'entreprise (Elton et Gruber, 1970; Eades et al., 1984 ; Michaely et al., 1995 ; Green et Rydqvist ; 1999 ; Seida, 2001, Graham et al., 2003 ; Graham et Kumar ; 2006 ; Becker et al., 2011 ; Lee, 2011 ; Armstrong et Hoffmeister, 2012). Nous l'appliquons dans le cadre des fusions-acquisitions pour expliquer la confrontation entre les clientèles de dividendes des firmes fusionnées susceptible d'induire un ajustement post-fusion de la politique de dividendes de l'entité combinée.

Nous avons utilisé des mesures classiques de la politique de dividendes des firmes fusionnées, à savoir le rendement en dividende et le ratio de distribution. De plus, nous nous sommes référés à la méthodologie de Lintner (1956) afin de tester, outre le niveau de distribution de dividendes révélé par les mesures précédentes, la qualité du dividende de chaque firme et la vitesse de son ajustement par rapport à l'ancien dividende et au bénéfice généré par l'entreprise. Contrairement au rendement en dividende, la régression linéaire du ratio de distribution moyen de l'acquéreur après la fusion sur son

ratio pré-fusion et le ratio de distribution pré-fusion de la cible, a montré une prise en compte de la politique de dividendes de la cible lors de l'élaboration de la politique de dividendes de l'entité combinée. Cela est observé uniquement quand l'opération est réglée en titres, c.-à-d. lorsque l'opération induit une intégration de l'actionnariat de la cible dans l'actionnariat existant de l'acquéreur. Par ailleurs, nous avons observé que la taille relative de la cible n'est pas significativement associée à ce changement post-fusion de la politique de dividendes.

Notons que l'analyse des politiques de dividendes des firmes dans notre l'échantillon a révélé une forte présence des firmes qui ne versent pas de dividendes. Pour cette raison, nous avons établi la relation entre la politique de dividendes post-fusion de l'acquéreur et la politique de dividendes antérieure de la cible selon un modèle Tobit de type 1. Nos résultats ont convergé avec ceux de la régression linéaire, et ont confirmé la non-pertinence du rendement en dividende dans l'explication de l'ajustement post-fusion de la politique de dividendes. Toutefois, le ratio de distribution postérieur de l'acquéreur reste explicatif d'une tendance d'adaptation de l'acquéreur à la politique de dividendes existante de la cible dans le cas des fusions par échange d'actions. Le modèle Tobit a dégagé un coefficient d'ajustement au ratio de distribution de la cible plus important après avoir éliminé le nombre important d'acquéreurs non-payeurs observé sur les cinq ans après la fusion. La significativité des résultats à partir du ratio de distribution nous a conduit à opter pour la méthodologie de Lintner (1956) afin de tester l'effet de la différence dans la qualité d'ajustement du dividende entre les firmes fusionnées sur la qualité du dividende versé par la firme combinée. Lintner (1956) souligne que les firmes diffèrent dans leurs décisions de distribution de dividendes selon qu'elles tiennent compte convenablement de leurs dividendes précédents et qu'elles s'ajustent à ce dividende tout en prenant en considération le bénéfice dégagé. La vitesse d'ajustement du dividende sera donc un critère sur la qualité de la politique de dividendes de l'entreprise, et celle-ci sera considérée comme favorable lorsque l'entreprise s'ajuste plus rapidement au dividende de la période antérieure. Les coefficients d'ajustement obtenus à partir de données de panel sur les firmes fusionnées ont affiché une tendance de hausse des vitesses d'ajustement du dividende de l'acquéreur après la fusion pour les opérations en cash ainsi que pour les opérations en titres. Cependant, cette hausse est plus prononcée dans le cas des opérations en titres justifiant un changement post-fusion dans le sens de la vitesse d'ajustement pré-fusion de la cible. Dans le cas des opérations

en cash, l'augmentation de la vitesse d'ajustement post-fusion de l'acquéreur ne vient pas dans le sens de la vitesse d'ajustement observée chez la cible avant la fusion. Ces résultats issus du modèle de Lintner (1956) ont confirmé les résultats du modèle linéaire et du modèle Tobit.

L'objet du deuxième volet de ce deuxième chapitre a été d'investiguer le rôle de la prime de fusion dans la compensation des actionnaires de la cible qui sont contraints à accepter une fusion en cash, et seront donc dénués de la bonne qualité de la politique de dividendes post-fusion de l'acquéreur. La régression linéaire de la prime de fusion sur la différence entre les politiques de dividendes des firmes fusionnées a montré que la vitesse d'ajustement plus élevée de l'acquéreur est positivement associée à la valeur de la prime dans le cas des opérations en cash. A la lumière de l'effet compensateur de la prime de fusion, ce résultat explique le fait que l'acquéreur tend à verser une forte prime pour dédommager les actionnaires de la cible qui seront privés, à *posteriori* d'une politique de dividendes qui leur est propice, en acceptant une fusion en cash. De là découle le rôle de la prime à compenser le manque à gagner de l'actionnaire de la cible.

Le troisième chapitre de notre étude met l'accent sur l'environnement d'information asymétrique dans lequel se déroulent la plupart des opérations de fusions-acquisitions afin de révéler l'apport informationnel de la politique de dividendes de l'acquéreur dans la détermination du mode de paiement de l'acquisition. Ce rôle de la politique de dividendes peut avoir un effet valeur sur le rendement anormal de l'acquéreur autour de la date d'annonce. Myers et Majluf (1984) montrent que, dans un environnement d'asymétrie d'information, le choix de la méthode de paiement dans les fusions-acquisitions révèle différentes informations sur l'acquéreur. Selon leur argument d'anti-sélection, le dirigeant de l'acquéreur qui détient des informations précises sur la valorisation de la firme et qui veut agir dans l'intérêt des actionnaires peut choisir de payer son acquisition par des titres surévalués. En conséquence, les investisseurs préoccupés par ce problème de sélection adverse réagissent négativement à l'annonce d'une acquisition en titres. Shleifer et Vishny (2003) postulent que même si les rendements à l'annonce des acquéreurs s'avèrent négatifs, les fusions peuvent encore être dans l'intérêt des actionnaires de l'initiatrice à long terme. Toutefois, certains acquéreurs accordent une grande importance aux rendements anormaux à l'annonce comme critère d'évaluation du succès de la combinaison. Nous avons donc présumé que

le choix du mode de paiement par l'acquéreur, en vertu de l'asymétrie d'information, pourrait prendre en considération le contenu informationnel de sa politique de dividendes dans le but de pouvoir atténuer l'idée de surévaluation en cas de règlement en titres, et donc de pouvoir générer des rendements à l'annonce moins négatifs.

Le contenu informationnel du dividende a été testé par plusieurs études (Watts, 1973 ; Spence, 1973 ; Bhattacharya, 1979 ; DeAngelo et al., 1996, Benartzi et al., 1997 ; Brav et al., 2005 ; Jensen et al., 2010). Afin de vérifier si les dividendes sont informatifs sur la valeur de l'entreprise, certains auteurs comparent le contenu informationnel du dividende avec celui des bénéfices prévisionnels qui sont souvent considérés comme une alternative de signalisation autre que les dividendes. Les observations indiquent qu'à la fois les bénéfices prévisionnels et l'annonce de dividendes détiennent des informations sur les futurs cash-flows. Toutefois, pour les entreprises avec un ajustement relativement faible des dividendes, l'annonce du dividende n'informerait pas sur la valorisation de la firme comme le font les bénéfices prévisionnels. Pour cette raison, nous avons également inclus la méthodologie de Lintner (1956) pour évaluer la politique de dividendes de l'acquéreur. En effet, nous avons établi une régression logistique du mode de paiement en fonction de la politique de dividendes de l'acquéreur mesurée sur les cinq ans avant la fusion, en se basant sur le rendement en dividende, le ratio de distribution et la vitesse d'ajustement. Ce modèle *logit* est effectué tout en distinguant entre les acquisitions de cibles cotées et les acquisitions de cibles non cotées. Les résultats ont démontré que le rendement en dividende de l'acquéreur ainsi que sa vitesse d'ajustement antérieure sont positivement corrélés au choix des titres comme mode de paiement de l'acquisition de la cible cotée. Ce résultat a confirmé le rôle de la qualité de la politique de dividendes de l'acquéreur dans la détermination du mode de règlement d'une acquisition d'une cible cotée. Dans un deuxième temps, nous avons élaboré une étude d'événement selon l'approche de Karafiath (1988) afin d'évaluer l'effet de richesse associé à la prise en compte de la politique de dividendes lors du choix du mode de paiement. L'analyse univariée a montré que le rendement anormal de l'acquéreur qui paie des dividendes est nettement moins négatif dans le cas des acquisitions en titres de cibles cotées, et cela quel que soit le niveau de son dividende versé. Nous avons traduit cela par le fait que c'est bien le statut de paiement de dividendes qui pourra informer sur la valorisation de l'acquéreur. Pour cette raison, nous avons divisé notre échantillon en deux sous-échantillons selon le statut de

paiement de dividendes de l'acquéreur. Et dans le cadre d'une analyse multivariée sur les acquisitions de cibles cotées, nous avons essayé d'exprimer les rendements anormaux cumulés de l'acquéreur à l'annonce en fonction du mode de paiement pour ces deux sous-échantillons. Les résultats ont prouvé l'existence d'un lien négatif et significatif entre les rendements anormaux à l'annonce et le paiement en titres pour l'ensemble des opérations de l'échantillon. Toutefois, cette relation négative est nettement moins prononcée dans le cas des opérations initiées par des acquéreurs payeurs de dividendes. Nous avons conclu que le dividende issu de l'action utilisée pour régler l'acquisition d'une cible cotée réduit l'asymétrie d'information sur la valorisation de l'acquéreur sur le marché et amorti, par conséquent, la réaction négative des investisseurs à l'annonce. Ceci approuve le contenu informationnel du dividende dans le contexte des fusions-acquisitions.

Les études empiriques des chapitres 2 et 3 ont témoigné des liens existants entre les politiques de dividendes des firmes fusionnées et les détails de la transaction à savoir la prime de fusion (chap.2) et le mode de paiement (chap.3). Il s'est avéré qu'il existe également un lien entre la différence entre les politiques de dividendes des firmes fusionnées et la politique de dividendes post-fusion de l'entité combinée. A l'issue de ces résultats, nous avons imaginé que la différence entre les politiques de dividendes des firmes fusionnées pourrait aussi affecter l'aboutissement de l'opération. Dans notre quatrième chapitre, nous avons étudié les fondamentaux de la décision de versement de dividendes afin d'apporter une justification à la prise en compte de la différence entre les politiques de dividendes des firmes fusionnées comme un facteur freinant la réalisation effective de la fusion. Nous avons exposé au préalable deux volets de la littérature qui peuvent se rapporter à cette hypothèse. D'une part, nous nous sommes référés à l'effet de clientèle qui pourra expliquer la confrontation entre deux clientèles différentes de l'acquéreur et la cible, et d'autre part, nous avons exposé la théorie de la moindre résistance de Baker *et al.* (2007) pour justifier la réduction de l'inertie de l'actionnaire de la cible face à une politique de dividendes de l'acquéreur qui lui est défavorable. Nous avons opté pour des modèles *logit* afin de tester les caractéristiques des firmes fusionnées payeuses de dividendes et de vérifier l'effet de la différence des politiques de dividendes sur la probabilité de réussite de l'opération. Les résultats des modèles montrent que les firmes payeuses de dividendes sont celles qui sont plus larges, plus rentables et qui détiennent plus de liquidité. Les résultats témoignent également de



l'effet de la différence dans le rendement en dividendes entre les firmes fusionnées sur la probabilité de réalisation de la fusion.

On remarque qu'à chaque stade de l'étude, une des mesures utilisées de la politique de dividendes s'avère pertinente. A la première étude empirique, le ratio de distribution met en évidence le changement post-fusion de la politique de dividendes de l'acquéreur. Cela peut être expliqué par l'effet de la combinaison des bénéfices des deux entités pour décider de la proportion de bénéfices à verser *ex post*. Dans ce même chapitre, la réponse à la deuxième hypothèse montre l'importance de la vitesse d'ajustement des dividendes des firmes fusionnées dans la mise en évidence de l'effet de compensation de la prime de fusion. Cela peut être justifié par le fait que l'évaluation du gain ou de la perte de l'actionnaire de la cible après la réception du dividende de l'acquéreur *ex post* ne peut être déterminée à partir de la valeur du dividende en raison des effets de taxations, mais plutôt à partir de sa qualité. Dans la deuxième étude empirique, seulement le fait de payer du dividende ou pas<sup>94</sup> affecte la réaction du prix de l'acquéreur à l'annonce de la fusion. Vraisemblablement, l'existence du dividende est en lui-même une source d'information qui apporte de l'éclairage sur la valorisation de l'actif de l'acquéreur. Dans la troisième étude, le rendement en dividende s'impose comme un facteur de différenciation entre les firmes qui peut même affecter l'aboutissement du rapprochement. Ce résultat est interprété par l'importance de la différence en termes de rémunération des actionnaires sur leur décision d'adhésion ou d'opposition à l'offre. En somme, il importe de préciser la spécificité de chaque indicateur de dividendes afin de pouvoir interpréter de manière correcte la significativité de chaque résultat. De plus, les résultats de nos études montrent clairement que l'évaluation de la politique de dividendes est assez ambiguë pour qu'elle soit établie à partir d'un seul et unique ratio en raison du caractère instable des dénominateurs (c.-à-d., le bénéfice pour le ratio de distribution et le cours de l'action pour le rendement en dividende), et que l'ensemble de ses indicateurs se marient pour pouvoir effectuer une analyse exhaustive de ses aspects.

---

<sup>94</sup> La mesure de paiement de dividendes - en accordant le statut de « payeur » pour chaque firme qui paie au moins une fois sur les cinq ans qui précèdent l'annonce- reste en elle-même assez drastique. L'aspect très synthétique de cet indicateur, dont nous sommes conscients, est le résultat du nombre assez important de firmes qui versent peu ou pas de dividendes. En effet, le phénomène de distribution de dividendes devient de plus en plus rare (Fama et French, 2001a).

Tout de même, une des limites de notre étude est qu'elle ne permet pas de vérifier si le niveau de la politique de dividendes et non pas le statut de paiement de dividendes (payeur contre non-payeur) a également un impact sur le choix du mode de paiement et la création de valeur pour les actionnaires de l'acquéreur. Certes, le nombre non-négligeable de non-payeurs et de faibles-payeurs de dividendes dans notre échantillon ne permet pas d'obtenir des résultats significatifs quant à la différence en termes de niveau de distribution de dividendes. Néanmoins, dans l'ensemble, les résultats sont cohérents avec notre hypothèse sur un éventuel rôle de la politique de dividendes dans le contexte des opérations de fusion-acquisition. Il serait néanmoins intéressant d'étudier spécifiquement un large échantillon d'opérations impliquant des firmes à politiques de dividendes plus variées afin de tester, en premier lieu, l'effet d'un paiement plus important de dividendes, et puis de vérifier si la tendance sur le marché des actions a également un impact sur les interactions des politiques de dividendes des firmes fusionnées. Notons également qu'une autre limite de cette étude est que nos échantillons d'étude sont relativement éloignés des extractions de départ vu l'exigence en termes de critères de sélection des opérations et de l'indisponibilité de certaines données nécessaires à l'évaluation des politiques de dividendes des firmes, ce qui pourrait faire penser à l'existence de certains biais de sélection. Il faut spécifier pour autant l'aspect exploratoire et innovant de l'étude. Nous notons, enfin, que lors de l'examen des caractéristiques des firmes fusionnées qui payent des dividendes, nous n'avons pas pu évaluer l'impact des opportunités d'investissement de ce type de firmes sur leur décision de verser du dividende en raison d'un manque de données. En général, l'impact du niveau d'investissement sur la politique de dividendes de la firme reste indéniable d'autant plus que nous examinons les politiques de dividendes de firmes s'engageant dans des opérations de croissance. Néanmoins, la pertinence des données nécessaires fait défaut.

Il serait intéressant de savoir si nos résultats présentent une spécificité américaine ou si des résultats similaires peuvent être obtenus sur un échantillon d'opérations européennes. Il est tout à fait possible que l'apport des politiques de dividendes aux fusions-acquisitions ne soit pas identique et/ou qu'il ait un impact différent des deux côtés de l'Atlantique d'autant plus que les structures actionnariales, la fiscalité et le système d'épargne sont distincts. Dès lors, une comparaison des résultats obtenus dans les deux échantillons pourrait fournir des constats intéressants. Enfin, il conviendrait de

se focaliser sur chacune des interrelations étudiées pour examiner plus précisément quelles sont les autres variables les plus appropriées pour présenter au mieux les aspects de la politique de rémunération des actionnaires des firmes fusionnées. En outre, il pourrait également être intéressant d'inclure d'autres variables spécifiques telles que les variables liées à la gouvernance ou à la structure actionnariale des sociétés fusionnées. Les travaux futurs sur cette question pourraient donc déterminer si les structures actionnariales et les mécanismes de gouvernance des firmes fusionnées ont un impact sur le choc des politiques de dividendes lors des opérations de fusions. Ceci permettrait d'appuyer la valeur à accorder à notre explication basée sur les phénomènes d'effet de clientèle et à l'hypothèse du contenu informationnel du dividende.

# BIBLIOGRAPHIE

AGGARWAL R., CAO J., et CHEN F., 2012. Information environment, dividend changes, and signaling evidence from ADR firms, *Contemporary Accounting Research* 29, 403–431.

AGRAWAL, A., JAFFE, J.F. et MANDELKER, G.N., 1992. The post-merger performance of acquiring firms: A re-examination of an anomaly, *Journal of Finance* 47, 1605–21.

AGRAWAL, A. et JAYARAMAN N., 1994. The dividend policies of all equity firms: A direct test of free cash flow theory, *Managerial Decision Economics* 15, 139-148.

AHARONY, J., et I., SWARY, 1980. Quarterly dividend and earnings announcements and stockholder returns: An empirical analysis, *Journal of Finance* 35, 1-12.

ALEXANDRIDIS G., MAVIS C.P., et TRAVLOS N.G., 2012. How have M&As changed? Evidence from the sixth merger wave, *The European Journal of Finance* 18, 663-688.

ALBOUY M., BAH R., BONNET C. et THEVENIN D., 2010. The perception of dividends by French managers: An international comparison, *Working paper*. Université de Grenoble 2 et Grenoble Ecole de Management.

ALLEN, F., BERNARDO, A., et WELCH, I., 2000. A theory of dividends based on tax clienteles, *Journal of Finance* 55, 2499–2536.

ALLEN, F., et MICHAELY, R., 1995. Dividend policy. *Handbooks in Operations Research and Management Science: Finance*. North-Holland, Amsterdam, 793-838.

ALLEN, F., et MICHAELY, R., 2003. Payout policy. In *Handbook of the Economics of Finance*, (Ed). G. M. Constantinides, M. Harris, and R. M. Stulz, Volume 1, 337-429.

ALLI, K. L., KHAN, A. Q. et RAMIREZ, G. G., 1993. Determinants of corporate dividend policy: a factorial analysis, *The Financial Review*, 523-547.

AMBARISH R. K., JOHN K. et WILLIAMS J., 1987. Efficient signaling with dividends and investments, *Journal of Finance* 42, 321-343.

AMIDU M. et ABOR J., 2006. Determinants of dividend payout ratios in Ghana, *The*

*Journal of Risk Finance* 7, 136-145.

AMIHUD, Y., et LEV, B., 1981. Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers, *Bell Journal of Economics* 12, 605-617.

AMIHUD, Y., DODD, P., et WEINSTEIN, M., 1986. Conglomerate mergers, managerial motives, and stockholder wealth, *Journal of Banking and Finance* 10, 401-410.

ANDRADE G., M. MITCHELL, et E. STAFFORD, 2001. New evidence and perspectives on mergers, *Journal of Economic Perspectives* 15, 103-120.

ANDRES, C., BETZER, A., GOERGEN M., et RENNEBOOG, L., 2009. Dividend policy of German Firms: A panel data analysis of partial adjustment models, *Journal of Empirical Finance* 16, 175-187.

ANG, J., et CHENG, Y., 2006. Direct evidence on the market-driven acquisitions theory, *Journal of Financial Research* 29, 199–216.

ANGWIN, D. N., 2001. Mergers and acquisitions across European borders: National perspectives on pre-acquisition due diligence and the use of professional advisers, *Journal of World Business* 36, 32-57.

ARMSTRONG, V. S., et HOFFMEISTER, J. R., 2012. Multiple clientele influence on ex-dividend day price performance, *Journal of Business Research* 65, 1235-1242.

ASQUITH, P., et MULLINS, D., 1983. The Impact of initiating dividends on shareholder wealth, *Journal of Business* 56, 77-96.

BAJAJ M., et VIJH A, 1990. Dividend clienteles and the information content of dividend changes, *Journal of Financial Economics* 26, 193-219.

BAJAJ, M., et A. M. VIJH, 1995. Trading behavior and the unbiasedness of the market reaction to dividend announcements, *Journal of Finance* 50, 255-279.

BAKER, M., COVAL, J., et STEIN, J.C., 2007. Corporate financing decisions when investors take the path of least resistance, *Journal of Financial Economics* 84, 266-298.

BAKER, H. K., POWELL, G. E., et VEIT, T. T., 2002, Revisiting managerial perspectives on dividend policy, *Journal of Economics and Finance* 26, 267-283.

BAKER M., PAN X., et WURGLER J., 2009. A reference point theory of mergers and acquisitions, *Working paper*. <http://ssrn.com/abstract=1364152>.

BAKER, M., et WURGLER, J., 2004. A catering theory of dividends, *Journal of Finance* 59, 1125-1160.

BAKER, M., et WURGLER, J., 2004. Appearing and disappearing dividends: The link to catering incentives, *Journal of Financial Economics* 73, 271–288.

BALMER J. et DINNIE K, 1999. Corporate Identity, *Corporate Communications* 4, 182-192.

BANCHIT, A., WAIKATO, H., S., LOCKE et D., CHOI, 2012. Are there any changes in dividend policy associated with mergers and acquisitions?, *Working paper*.

BANZ, R.W., 1981. The relationship between return and market value of common stocks, *Journal of Financial Economics* 9, 3-18.

BARCLAY, M., C. W. SMITH, et R. L. WATTS, 1995. The determinants of corporate leverage and dividend policies, *Journal of Applied Corporate Finance* 7, 4-19.

BARON, D., 1983. Tender offers and management resistance, *Journal of Finance* 38, 331-343.

BATES, T.W., BECHER, D.A., et LEMMON, M.L., 2008. Board classification and managerial entrenchment: Evidence from the market for corporate control, *Journal of Financial Economics* 87, 656-677.

BATES, T. W., et BECHER, D. A., 2011. Bid resistance by takeover targets: Managerial bargaining or bad faith?, *Working paper*.

BATES, T.W., et LEMMON, M.L., 2003. Breaking up is hard to do? An analysis of termination fee provisions and merger outcomes, *Journal of Financial Economics* 69, 469-504.

BAUMOL, W., 1959. Business behavior, value, and growth. *Macmillan*.

BEBCHUK, L. A., 1982. The case for facilitating competing tender offer, *Harvard Law Review* 95, 1028-1056.

BEBCHUK, L. A., 1994. Efficient and inefficient sales of corporate control, *Quarterly Journal of Economics* 109, 957-994.

BECKER, B., Z. IVKOVICH, et S. J. WEISBENNER, 2011. Local dividend clienteles, *Journal of Finance* 66, 655-683.

BENARTZI S., MICHAELY R., et THALER R., 1997. Do changes in dividends signal the future or the past?, *Journal of Finance* 52, 1007-1034.

BERKOVITCH, E., et NARAYANAN, M.P., 1990. Competition and the medium of exchange in takeovers, *Review of Financial Studies* 3, 153-174.

BERNA K., et GULUZAR K., 2010. Are Dividends Disappearing or Shrinking? Evidence from the Istanbul Stock Exchange, *Emerging Markets Finance and Trade* 46, 38-52.

BERNARD, V., et J. THOMAS, 1990. Evidence that stock prices do not fully reflect the implications of current earnings for future earnings, *Journal of Accounting and Economics* 13, 305-340.

BETTON S., ECKBO E., 2000. Toeholds, bid jumps, and expected payoff in takeovers, *Review of Financial Studies* 13, 841-882.

BETTON S., ECKBO E. et THORBURN K., 2009. Merger negotiations and the toehold puzzle, *Journal of Financial Economics* 91, 158-178.

BETTON, S., ECKBO, B.E., et THORBURN, K.S., 2008. Corporate takeovers. *Handbook of Corporate Finance, Empirical Corporate Finance* 2, 291-429.

BHARADWAJ, A., et SHIVDASANI, A., 2003. Valuation effects of bank financing in acquisitions, *Journal of Financial Economics* 67, 113-148.

BHATTACHARYA, S., 1979, Imperfect information, dividend policy, and 'The bird in the hand' fallacy, *Bell Journal of Economics* 10, 259-270.

BLACK F. et SCHOLES M., 1974. The Effects of Dividend Yield and Policy on



Common Stock Prices Returns, *Journal of Financial Economics* 1, 1-22.

BOND, M., et T., MBODJA, 1991. Corporate dividend policy and partial adjustment model, *Journal of Economics and Business* 43, 165-178.

DE BODT E., J. G. COUSIN et I. D. DEMINOVA, 2012. M&A outcomes and willingness to sell, *Working paper*. <http://ssrn.com/abstract=1961028>.

BOEH, K. K., 2011. Contracting costs and information asymmetry reduction in cross-border M&A, *Journal of Management Studies* 48, 568-590.

BOONE, A., et MULHERIN, J., 2000. Comparing acquisitions and divestitures. *Journal of Corporate Finance* 6, 117-139.

BOOTH I., CHANG B., 2011. Information asymmetry, dividend status, and SEO announcement-day returns, *Journal of Financial Research* 34, 155–177.

BOUDOUKH, J., R. MICHAELY, M. RICHARDSON, et M. ROBERTS, 2007. On the Importance of measuring payout yield: implications for empirical asset pricing, *Journal of Finance* 62, 877-915.

BRADLEY, M., D. R. CAPOZZA, et P. J. SEGUIN, 1998. Dividend policy and cash-flow uncertainty, *Real Estate Economics* 26, 555-580.

BRADLEY M., A. DESAI et E. KIM, 1983. The rationale behind inter-firm tender offers. Information of synergy?, *Journal of Financial Economics* 11, 183-206.

BRADLEY M., A. DESAI et E. KIM, 1988. Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms, *Journal of Financial Economics* 21, 3-40.

BRADLEY M., et SUNDARAM A., 2006. Do acquisitions drive performance or does performance drive acquisitions?, *Working paper*, Duke University, US.

BRÄHLER G., GÖTTSCHE M., et HEERDT T., 2011. Merger gains induced by dividend tax capitalization, *International Review of Business Research Papers* 7, 46-64.

BRAV, A., J. GRAHAM, C. HARVEY, et R. MICHAELY, 2005. Payout policy in the 21<sup>st</sup> Century, *Journal of Financial Economics* 77, 483-527.

BREALEY R., et MYERS S., 1996. *Principals of Corporate Finance*, McGraw-Hill, New York, 1996.

BRUNER, R., 2002. Does M&A pay? A survey of evidence for the decision maker, *Journal of Applied Finance* 12, 48–68.

BULAN, L., N. SUBRAMANIAN et L. TANLU, 2007. On the timing of dividend initiations, *Financial Management* 36, 31-65.

BURCH T., NANDA V., et SILVERI, S., 2012. Taking stock or cashing in? Shareholder style preferences, premiums and the method of payment, *Journal of Empirical Finance* 19, 558-582.

CARLIN, B., CHOWDHRY, B. et GARMAISE, M., 2011. Investment in organization capital, *Working paper*, Anderson Graduate School of Management, UCLA.

CHAE, J., KIM, S., et LEE E. J., 2009. How corporate governance affects payout policy under agency problems and external financing constraints?, *Journal of Banking and Finance* 33, 2093-2101.

CHAN, K. C., et CHEN, NAI-FU., 1991. Structural and return characteristics of small and large firms, *Journal of Finance* 46, 1467-1484.

CHANG, S., 1998. Takeovers of privately held targets, methods of payment, and bidder returns, *Journal of Finance* 53, 773–784.

CHAPLINSKY S. et G. NIEHAUS, 1994. The role of ESOPs in takeover contests, *Journal of Finance* 49, 1451-1470.

CHAREST, G., 1978a. Dividend information, stock returns and market efficiency-I. *Journal of Financial Economics* 6, 297-330.

CHAREST, G.. 1978b. Split information, stock returns and market efficiency-II, *Journal of Financial Economics* 6, 265-296.

CHARREAUX G., Le gouvernement des entreprises : Corporate Governance, théories et faits, *Economica*, 1997.

- CHEMMANUR T., PAEGLIS I. et SIMONYAN K., 2009. The medium of exchange in acquisitions: Does the private information of both acquirer and target matter? *Journal of Corporate Finance* 15, 523-542.
- CHEN, S. et HENNART, J. F., 2004. A hostage theory of joint ventures: Why do Japanese investors choose partial over full acquisitions?, *Journal of Business Research* 57, 1126-1134.
- CHEN C. et J. STEINER, 1999. Managerial ownership and agency conflicts: a non-linear simultaneous equation analysis of managerial ownership, risk taking, debt policy and dividend policy, *Financial Review* 34, 119-136.
- CHOE, H., R. W. MASULIS, et V. NANDA, 1993. Common stock offerings across the business cycle, *Journal of Empirical Finance* 1, 3-31.
- CHOI, J. J., D. LAIBSON, B. C. MADRIAN, et A. METRICK, 2006. Saving for retirement on the path of least resistance. In *Behavioral Public Finance: Toward a New Agenda*, Ed. E. J. McCaffrey et J. Slemrod, 304-352.
- COCULESCU D., 2011. Dividends and leverage: How to optimally exploit a non-renewable investment, *Journal of Economic Dynamics and Control* 35, 312-329.
- COMMENT, R., et JARRELL, G., 1991. The relative signaling power of Dutch-auction and fixed-price self-tender offers and open-market share repurchases, *Journal of Finance* 45, 1243-1271.
- COMMENT, R. et SCHWERT, G. W., 1995. Poison or placebo? Evidence on the deterrence and wealth effects of modern antitakeover measures, *Journal of Financial Economics* 39, 3-43.
- CORNU P., et ISAKOV D., 2000. The deterring role of the medium of payment in takeover contests: Theory and evidence from the UK, *European Financial Management* 6, 423-440.
- COVIN, T.J., KOLENDO, T.A., SIGHTER, J.W., et TUDOR, R.K., 1997. Leadership style and post-merger satisfaction, *Journal of management development* 16, 22-33.
- CRAWFORD, D., et LECHNER. T. A., 1996. Takeover premiums and anticipated

merger gains on the US market for corporate control, *Journal of Business Finance and Accounting* 23, 807-829.

DANIEL, K., D., HIRSHLEIFER et A. SUBRAHNANYAM, 1998. Investor psychology and security market under and overreaction, *Journal of Finance* 53, 1839-1885.

DATTA, D. K., PINCHES, G. E. et NARAYANAN, V. K., 1992. Factors influencing wealth creation from mergers and acquisitions: A meta-analysis, *Strategic Management Journal* 13, 67-84.

DEANGELO, H., DEANGELO, L., 1990. Dividend policy and financial distress: An empirical investigation of troubled NYSE firms, *Journal of Finance* 45, 1415-1431.

DEANGELO H., DEANGELO L. et SKINNER, D., 1992. Dividends and losses, *Journal of Finance* 47, 1837-1863.

DEANGELO H., DEANGELO L., et SKINNER, D., 1996. Reversal of fortune, dividend signaling, and the disappearance of sustained earnings growth, *Journal of Financial Economics* 40, 341- 371.

DEANGELO H., DEANGELO L. et SKINNER, D., 2000. Special dividends and the evolution of dividend signaling, *Journal of Financial Economics* 57, 309-354.

DEANGELO H., DEANGELO L. et SKINNER, D., 2004. Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings, *Journal of Financial Economics* 72, 425–456.

DEANGELO, H., DEANGELO, L., et STULZ, D., 2006. Dividend policy and the earned/contributed capital mix: A test of the life-cycle theory, *Journal of Financial Economics* 8, 227-254.

DEANGELO, H., DEANGELO, L., et SKINNER, D., 2008. Corporate payout policy, *Foundations and Trends in Finance* 3, 95-287.

DENIS, D.J. et OSOBOV, I., 2008. Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy, *Journal of Financial Economics* 89, 62–82.

DEREEPER S. et ROMON F., 2006. Rachats d'actions versus dividendes : effet de substitution sur le marché boursier français ? *Finance Contrôle Stratégie* 9, 157-186.

DEVOS, E., KADAPAKKAM, P.R. ET KRISHNAMURTHY, S., 2009. How do mergers create value? A comparison of taxes, market power, and efficiency improvements as explanations for synergies, *Review of Financial Studies*, 22, 1179-1211.

DICKENS, R.N., CASEY, K.M. et JOSEPH, M., 2002. Bank Dividend Policy: Explanatory Factors, *Quarterly Journal of Business and Economics* 41, 3-12.

DICKERSON A.P., GIBSON H.D., et TSAKALALOTOS E., 1997. The Impact of acquisitions on company performance: Evidence from large panel of UK firm, *Oxford economic paper* 49, 344-361.

DIMOPOULOS, T., et SACCHETTO, S., 2011. Preemptive bidding, target resistance and takeover premia: An empirical investigation, *Working paper*.

DODD, P., 1980. Merger proposals, management discretion and stockholder wealth, *Journal of Financial Economics* 8, 105-137.

DONG, M., HIRSHLEIFER, D., RICHARDSON, S., et TEOH, S. H., 2006. Does investor misvaluation drive the takeover market?, *Journal of Finance* 61, 725-762.

DUBOFSKY, D. et P. VARADARAJAN, 1987. Diversification and measures of performance: Additional empirical evidence, *Academy of Management Journal* 30, 597-608.

DUCHIN, R., et B., SCHMIDT, 2013. Riding the merger wave: Uncertainty, reduced monitoring, and bad acquisitions, *Journal of Financial Economics* 107, 69-88.

EADES, K. M., HESS, P. J. et KIM, E. H., 1984. On interpreting security returns during the ex-dividend period, *Journal of Financial Economics* 13, 3-34.

EASTERBROOK, F.H., et D.R. FISCHER, 1981. The proper role of a target's management in responding to a tender offer, *Harvard Law Review* 94, 1161-1204.

ECKBO, B. E., 1986. Valuation effects of corporate debt offerings, *Journal of Financial Economics* 15, 119-151.

- ECKBO, B.E., 2009. Bidding strategies and takeover premiums: A review, *Journal of Corporate Finance* 15, 149–178.
- ECKBO E., GIAMMARINO R., et HEINKEL R., 1990. Asymmetric information and the medium of exchange in takeovers: Theory and tests, *Review of Financial Studies* 3, 651-675.
- ECKBO, B. E. et K. S. THORBURN, 2000. Gains to bidder firms revisited: domestic and foreign acquisitions in Canada, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 35, 1-25.
- EIJE, H.E., et MEGGINSON, W., 2008. Dividends and share repurchases in the European Union, *Journal of Financial Economics* 89, 347–374.
- ELTON, E. J., et GRUBER, M.J., 1970. Marginal stockholder tax rates and the clientele effect, *Review of Economics and Statistics* 52, 68-74.
- FACCIO, M., et R. W., MASULIS, 2005. The choice of payment method in European mergers and acquisitions, *Journal of Finance* 60, 1345–1388.
- FACCIO, M., J. J. MCCONNELL, et D. STOLIN, 2006. Returns to acquirers of listed and unlisted targets, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 41, 197–220.
- FAMA, E. F., 1965. The behavior of stock market prices, *Journal of Business* 38, 34-105.
- FAMA, E. F., L. FISHER, M. C. JENSEN et R. ROLL, 1969. The adjustment of stock prices to new information, *International Economic Review* 10, 1-21.
- FAMA, E. F., 1991. Efficient capital Markets II, *Journal of Finance* 46, 1575-1617.
- FAMA, E. F. et K. R. FRENCH, 1992. The cross-section of expected stock returns, *The Journal of Finance* 47, 427-465.
- FAMA, E. F. et K. R. FRENCH, 1993. Common risk factors in the returns on stock and bonds, *Journal of Financial Economics* 33, 3-56.
- FAMA, E. F. et K. R. FRENCH, 1997. Industry costs of equity, *Journal of Financial Economics* 43, 153-193.

- FAMA, E. F., et K. R. FRENCH, 2000. Forecasting profitability and earnings, *Journal of Business* 73, 161-175.
- FAMA, E. F., et K. R. FRENCH, 2001. Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay?, *Journal of Financial Economics* 60, 3-43.
- FAN, J. et V. GOYAL, 2006. On the patterns and wealth effects of vertical mergers, *Journal of Business* 79, 877-902.
- FARELL, J., et SHAPIRO, C., 2001. Scale economies and synergies in horizontal merger analysis, *Antitrust Law Journal* 68, 685-710.
- FATEMI A., et BLIDIK R., 2012. Yes, dividends are disappearing: Worldwide evidence, *Journal of Banking and Finance* 36, 662-677.
- FISHMAN, M. J., 1988. A theory of preemptive takeover bidding, *RAND Journal of Economics* 19, 88–101.
- FISHMAN, M. J., 1989. Preemptive bidding and the role of the medium of exchange in acquisitions, *Journal of Finance* 44, 41–57.
- FRANKS, J. et HARRIS, R.S., 1989. Shareholder wealth effects of corporate takeovers: the U.K. experience 1955–1985, *Journal of Financial Economics* 23, 225–249.
- FRANKS, J., HARRIS, R. et TITMAN, S., 1991. The postmerger share-price performance of acquiring firms, *Journal of Financial Economics* 29, 81-96.
- FREUND, S., A. PREZAS, et G.K. VASUDEVAN, 2003. Operating performance and free cash flow of buyers, *Financial Management* 32, 87-106.
- FULLER K., J. NETTER, et M. STEGEMOLLER, 2002. What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions, *Journal of Finance* 57, 1763–1793.
- GADIESH, O., et ORMISTON, C., 2002. Six rationales to guide merger success, *Strategy and Leadership* 30, 38-40.
- GANG BI X., et A., GREGORY, 2011. Stock market driven acquisitions versus the Q Theory of takeovers: The UK evidence, *Journal of Business Finance and Accounting*

38, 628-656.

GHOSH, C., et C.F. SIRMANS. 2006. Do Managerial Motives Impact Dividend Decisions in REITs?, *The Journal of Real Estate Finance and Economics* 32, 327–355.

GIAMMARINO, R. M., et R. L. HEINKEL, 1986. A model of dynamic takeover behavior, *Journal of Finance* 41, 465-480.

GRAHAM J. R. et A. KUMAR, 2006. Do dividend clienteles exist? Evidence on dividend preferences of retail investors, *Journal of Finance* 61, 1305–1336.

GRAHAM, J. R., R. MICHAELY, et M. R. ROBERTS, 2003. Do price discreteness and transaction costs affect stock returns? Comparing ex-dividend pricing before and after decimalization, *Journal of Finance* 58, 2613-2637.

GRANLUND, M., 2003. Management accounting system integration in corporate mergers: A case study, *Accounting, Auditing and Accountability Journal* 16, 208-243.

GREEN, R. C., et K. RYDQVIST, 1999. Ex-day behavior with dividend preference and limitations to short-term arbitrage: The case of Swedish lottery bonds, *Journal of Financial Economics* 53, 145-187.

GREENE W. H., 2011. *Econometric analysis 7e*, New International Edition, 2011.

GROSSMAN, S. J., et O. D. HART, 1980. Disclosure law and takeover bids, *Journal of Finance* 35, 323–334.

GRULLON, G., et MICHAELY R., 2002. Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis, *Journal of Finance* 57, 1649-1684.

GRULLON, G., MICHAELY R., BENARTIZI S. et THALER R., 2005. Dividend changes do not signal changes in future profitability, *Journal of Business* 78, 1659-1683.

GRULLON, G., MICHAELY R. et SWAMINATHAN B., 2002. Are dividend changes a sign of firm maturity?, *Journal of Business* 75, 387-424.

GUAY, W., HARFORD, J., 2000. The cash flow permanence and information content of dividend increases vs. repurchases, *Journal of Financial Economics* 57, 385-415.



GUGLER, K., MUELLER, D. C., M. WEICHSELBAUMER, et B.B. YURTOGLU, 2012, Market optimism and merger waves, managerial and decision economics, 33, 159-175.

GUGLER K., MUELLER D.C., YURTOGLU B.B. et ZULEHNER C., 2003, The effects of mergers: An international comparison, *International Journal of Industrial Organization* 21, 625-653.

HANSEN, R. G., 1987. A theory for the choice of exchange medium in the market for corporate control, *Journal of Business* 60, 75–95.

HARFORD, J., 1999. Corporate cash reserves and acquisitions, *Journal of Finance* 54, 1969-1997.

HARFORD, J, 2005, What drives merger waves?, *Journal of Financial Economics* 77, 529–560.

HARRIS M. et RAVIV, A., 1990. Capital structure and the informational role of debt, *Journal of Finance* 45, 321-349.

HARRISON, J.O, O'NEILL H.M. et HOSKISSON, R.E, 2000. Acquisition strategy and target resistance: A theory of countervailing effects of pre-merger bidding and post-merger integration, *Advances in M&As* 1, 157-182.

HART, O., J. TIROLE, D. CARLTON, et O. WILLIAMSON, 1990. Vertical integration and market foreclosure, *Brookings Papers on Economic Activity*, 205-286.

HEALY, P.M., PALEPU, K.G. et RUBACK, R., 1992. Which takeovers are profitable? Strategic or financial?, *Sloan Management Review*, 45–57.

HEALY, P.M., PALEPU, K.G. et RUBACK, R., 1992. Does corporate performance improve after mergers? *Journal of Financial Economics* 31, 135-175.

HERON, R. A., et E. LIE, 2006. On the use of poison pill and defensive payouts by takeover targets, *Journal of Business* 79, 1783-1807.

HIRSHLEIFER, D., et S. TITMAN, 1990. Share tendering strategies and the success of hostile takeover bids, *Journal of Political Economy* 98, 295–324.

- HOBERG, G. et N.R. PRABHALA, 2009. Disappearing dividends, catering and risk, *Review of Financial Studies* 22, 79–116.
- HOLDER, M. E., LANGREHR, F. W., et HEXTER, L., 1998. Dividend policy determinants: an investigation of the influences of stakeholder theory, *Financial Management* 27, 73-85.
- HOWE, J.S., ET J.C. LIN, 1992. Dividend policy and the bid-ask spread: An empirical analysis, *Journal of Financial Research* 15, 1-10.
- HSIEH, J., et R. A. WALKING, 2005. Determinants and implications of arbitrage holdings in acquisitions, *Journal of Financial Economics* 77, 605–648.
- HUANG Y. et WALKLING, R., 1987. Target abnormal returns associated with acquisition announcements payment, acquisition form and managerial resistance. *Journal of Financial Economics* 19, 329-349.
- IKENBERRY, D., LAKONISHOK, J., VERMAELEN, T., 1995. Market underreaction to open market share repurchases, *Journal of Financial Economics* 39, 181–208.
- JAGANNATHAN, M., STEPHENS, C., et WEISBACH, M., 2000. Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases, *Journal of Financial Economics* 57, 355–384.
- JARRELL, G.A., BRICKLEY, J.A. et J.M. NETTER, 1988. The market for corporate control: The evidence since 1980. *Journal of Economic Perspectives* 2, 49–68.
- JARRELL, G. A. et POULSEN, A. B., 1989. Stock trading before the announcement of tender offers: Insider trading or market anticipation. *Journal of Law, Economics, and Organization* 5, 225– 248.
- JENNINGS, R.H. et MAZZEO, M.A., 1993. Competing bids, target management resistance, and the structure of takeover bids, *Review of Financial Studies* 6, 883-909.
- JENSEN, M. C., 1986. Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review* 76, 323-329.

- JENSEN, M. C., 1989. Eclipse of the public corporation, *Harvard Business Review* 67, 61–74.
- JENSEN, M. C., 1993. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems, *Journal of Finance* 48, 831-880.
- JENSEN, G. R., L. LUNDSTRUM, et R. MILLER, 2010. What do dividend reductions signal?, *Journal of Corporate Finance* 16, 736-747.
- JENSEN, M. C., et MECKLING, W., 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and capital structure, *Journal of Financial Economics* 3, 305–360.
- JENSEN, M. C., et RUBACK, R.S., 1983. The market for corporate control: The scientific evidence, *Journal of Financial Economics* 11, 5-50.
- JENSEN, G., D. SOLBERG et T. ZORN, 1992. Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27, 274-263.
- JEON J., LIGON J.A., et SORANAKOM C., 2010. Dividend policy and the method of payment in mergers and acquisitions, *Working paper*. Conférence APIJS, 2010.
- JIANG Z., KIM K. A., LIE E., et YANG S., 2013. Share repurchases, catering, and dividend substitution, *Journal of Corporate Finance* 21, 36-50.
- JOHN, K., et J. WILLIAMS. 1985. Dividends, dilution, and taxes: A signaling equilibrium, *Journal of Finance* 40, 1053–70.
- JOLLS, C., 1998. Stock Repurchases and incentive compensation. *National Bureau of Economic, Working paper*. <http://www.nber.org/papers/w6467.pdf>.
- JOVANOVIC, B., et S. BRAGUINSKY, 2004. Bidder discounts and target premia in takeovers, *American Economic Review* 94, 46-56.
- JOVANOVIC, B., et P. L. ROUSSEAU, 2002. The Q-theory of mergers, *American Economic Review* 92, 198–204.
- JULIO, B., et IKENBERRY, D., 2004. Reappearing dividends, *Journal of Applied Corporate Finance* 16, 89–100.
- KALAY A., 1980. Signaling, information content, and the reluctance to cut dividends,

*Journal of Financial and Quantitative Analysis* 15, 855-869.

KAPLAN, S. N., MITCHELL, M. L. et K. H., WRUCK, 2000. A clinical exploration of value creation and destruction in acquisitions: Organizational design, incentives, and internal capital markets, *S. N. Kaplan, Mergers and Productivity*, University of Chicago Press, 179-238.

KAPLAN S. N., 2002. Assimilate, integrate or leave alone?, *Journal of Business Strategy* 22, 23-25.

KAPLAN, S. N., et WEISBACH, M., 1992. The success of acquisitions: Evidence from divestitures, *Journal of Finance* 47, 107-138.

KARAFIATH, I., 1988. Using dummy variables in the event methodology, *Financial Review* 23, 351-357.

KATO K., LOEWENSTEIN U. et TSAY W., 2002. Dividend policy, cash flow, and investment in Japan, *Pacific-Basin Finance Journal* 10, 443-473.

KEDIA, S., V. PANCHAPAGESAN, et V. UYSAL, 2008. Geography and acquirer returns, *Journal of Financial Intermediation* 17, 256-275.

KELLY, J., C. COOK, et D., SPITZER, Unlocking shareholder value: Keys to success, *Mergers and Acquisitions Global Research Report, KPMG*, 1999.

KHANG, K. et T. D. KING, 2006. Does dividend policy relate to cross-sectional variation in information asymmetry? Evidence from returns to insider trades, *Financial Management* 35, 71-94.

KIM h., et GU Z., 2009. Financial features of dividend-paying firms in the hospitality industry: A logistic regression analysis, *International Journal of Hospitality Management* 28, 359-366.

KLASA, S., et M. STEGEMOLLER, 2007. Takeover activity as a response to time-varying changes in investment opportunity sets: Evidence from takeover sequences, *Financial Management* 36, 1-25.

KOLE, S. R., et K. LEHN, 2000. Workforce integration and the dissipation of value in mergers: The case of USAir's acquisition of Piedmont Aviation, *S. N. Kaplan (Ed.)*,

*Mergers and Productivity*, University of Chicago Press, 239–286.

KPMG, World Class Transactions Survey: Insights into creating shareholder value through mergers and acquisitions, 2003.

KUI J. L. SHU-CHENG, 2011. An empirical study on listed companies merger synergies, *Procedia Engineering* 24, 726 – 730.

LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER et VISHNY, 2000. Investor protection and corporate governance, *Journal of Financial Economics* 58, 3-27.

LAAMANEN, T., 2007. On the role of acquisition premium in acquisition research, *Strategic Management Journal* 28, 1359-1369.

LAKONISHOK, J., SHLEIFER, A., et VISHNY, R.W., 1994. Contrarian investment, extrapolation and risk. *Journal of Finance* 49, 1541–1578.

LAMBRECHT, B.M., 2004. The timing and terms of mergers motivated by economies of scales stock returns in mergers and acquisitions, *Journal of Financial Economics* 72, 41-62.

LANG, L., R. STULZ et R. WALKING, 1989. Managerial performance, Tobin's Q and the gains from successful tender offers, *Journal of Financial Economics* 24, 137- 154.

LANG, L., R. STULZ et R. WALKING, 1991. A test of the free cash flow hypothesis: The case of bidder return, *Journal of Financial Economics* 29, 315-335.

LANGETIEG, T. C., 1978. An Application of a three-factor performance index to measure stockholder gains from merger, *Journal of Financial Economics* 6, 365-383.

LARSSON R. et 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.

LEE, K. F., 2011. Demographics, dividend clienteles and the dividend premium, *The Quarterly Review of Economics and Finance* 51, 368-375.

LEE, Y. T., LIU, Y. J., ROLL, R., et SUBRAHMANYAM, A. 2006. Taxes and dividend clientele: Evidence from trading and ownership structure, *Journal of Banking*

*and Finance* 30, 229-246.

LEHN, K., et M., ZHAO, 2006. CEO turnover after acquisitions: Are bad bidders fired?, *Journal of Finance* 61, 1759–1811.

LEVY, H, et H SARNAT, 1970. Diversification, portfolio analysis, and the uneasy case for conglomerate mergers, *Journal of Finance* 25, 795–802.

LEWELLEN, W., 1971. A pure financial rationale for the conglomerate merger, *Journal of Finance* 26, 521-37.

LI K. et ZHAO X., 2008. Asymmetric information and dividend policy, *Financial Management* 37, 673-694.

LIE, E., 2005. Financial flexibility, performance, and the corporate payout choice, *Journal of Business* 80, 293-308.

LICHTENBERG, F. R., 1992. Industrial diversification and its consequences for productivity, *Journal of Economic Behavior and Organization* 18, 427-438.

LINN S.C., et SWITZER J. A., 2001. Are cash acquisitions associated with better post-combination operating performance than stock acquisitions?, *Journal of Banking and Finance* 25, 1113-1138.

LINTNER J., 1956. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes, *American Economic Review* 61, 97-113.

LITZENBERGER R. et RAMASWAMY K., 1979. The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices, *Journal of Financial Economics* 7, 163-95.

LITZENBERGER R. et RAMASWAMY K., 1982. The effect of dividends on corporate stock prices: Tax effects or information effects?, *Journal of Finance* 37, 429-444.

LODERER, C., et K., MARTIN, 1990. Corporate acquisitions by listed firms: The experience of comprehensive sample, *Financial Management* 19, 17-33.

LODERER, C., et K., MARTIN, 1992. Post-acquisition performance of acquiring firms, *Financial Management* 21, 69-79.

LODERER, C.F., et MAUER, D.C., 1992. Corporate dividends and seasoned equity issues: An empirical investigation, *Journal of Finance* 47, 201-225.

LOUGHRAN, T., et A. M. VIJH, 1997. Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions?, *Journal of Finance* 52, 1765–1790.

LUO, Y. 2005. Do insiders learn from outsiders? Evidence from mergers and acquisitions, *Journal of Finance* 60, 1951-1982.

LYNCH, J. G., et LIND, B., 2002. Escaping merger and acquisition, *Strategy and Leadership* 30, 5-12.

MADRIAN, B., et D. F. SHEA, 2001. The power of suggestion: Inertia in 401(k) participation and savings behavior, *Quarterly Journal of Economics* 116, 1149–1187.

MAJUMDARA, S. K., YAYLACICEGIB, U., et MOUSSAWIC, R., 2012. Mergers and synergy: Lessons from contemporary telecommunications history, *Telecommunications Policy* 36, 140-154.

MAKSIMOVIC, V., PHILLIPS, G., 2007. Conglomerate firms and internal capital markets. Eckbo, B., (Ed), *Handbook of Empirical Corporate Finance* 1, Chapter 8, 423-499.

MALATESTA, P, 1983. The wealth effect of merger activity and the objective functions of merging firms, *Journal of Financial Economics* 11, 155–181.

MALONEY, M.T., MCCORMICK, R.E., et MITCHELL, M.L., 1993. Managerial decision making and capital structure, *Journal of Business* 66, 189–217.

MANCINELLI, L., et OZKAN, A., 2006. Ownership structure and dividend policy: Evidence from Italian firms, *The European Journal of Finance* 12, 265-282.

MANNE, H.G., 1965. Mergers and the market for corporate control. *Journal of Political Economy* 73, 110–120.

MAQUIEIRA, C. P., W. L. MEGGINSON, et L. A. NAIL, 1998. Wealth creation versus wealth redistribution in pure stock-for-stock mergers, *Journal of Financial Economics* 48, 3–33.

- MARRIS R., 1964. A model of the managerial enterprise, *Quarterly Journal of Economics* 77,185-209.
- MARTIN K., 1996. The method of payment in corporate acquisitions, investment opportunities, and management ownership. *Journal of Finance* 51, 1227-1246.
- MICHEL, A. et SHAKED, I., 1984. Does business diversification affect performance?, *Financial Management* 13, 18–25.
- Miller, M. 1987. The Informational content of dividends, in *Macroeconomics and Finance: Essays in Honor of Franco Modigliani*, Eds. J. Bossons, R. Dornbusch and S. Fischer, MIT Press.
- MILLER, M., et F. MODIGLIANI. 1961. Dividend policy, growth and the valuation of shares, *Journal of Business* 34, 411–33.
- MILLER, M. et ROCK K., 1985. Dividend policy under asymmetric information. *Journal of Finance* 40, 1030-1051.
- MILLER M., et SCHOLLES M., 1978. Dividends and taxes, *Journal of Financial Economics* 6, 333-64.
- MILLER M., et SCHOLLES M., 1982. Dividends and taxes: Some empirical evidence, *The Journal of Political Economy* 90, 1118-1141.
- MICHAELY, R., R. THALER, et K. WOMACK, 1995. Price Reactions to dividend initiations and omissions: overreaction and drift?, *Journal of Finance* 50, 573- 608.
- MITCHELL, M., et K. LEHN, 1990. Do bad bidders become good targets?, *Journal of Political Economy* 98, 372–398.
- MITCHELL, M., et J. MULHERIN, 1994. The impact of public information on the stock market, *Journal of Finance* 49, 923-950.
- MITCHELL, M., et J. H. MULHERIN, 1996. The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity, *Journal of Financial Economics* 41, 193–229.
- MITCHELL, M. L., et E. STAFFORD, 2000. Managerial decisions and long-term stock price performance, *Journal of Business* 73, 287.329.



- MOELLER S. B., et SCHLINGEMANN F. P., 2004. Global diversification and bidder gains: A comparison between cross-border and domestic acquisitions, *Journal of Banking and Finance* 29, 533-564.
- MOELLER, S. B., F. P. SCHLINGEMANN et R. M. STULZ, 2004. Firm size and the gains from acquisitions, *Journal of Financial Economics*, 73, 201-228.
- MOELLER, S. B., F. P. SCHLINGEMANN et R. M. STULZ, 2005. Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring-firm returns in the recent merger wave, *Journal of Finance* 60, 757–782.
- MORI, N., 2010. Tax clientele effects of dividends under inter-temporal consumption choices, *Journal of Banking and Finance* 34, 1089-1097.
- MUELLER, D. C., 1989. Mergers: Causes, effects, and policies, *International Journal of Industrial Organization* 7, 1-10.
- MYERS, S., et MAJLUF N., 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics* 13, 187–221.
- NAIL, L.A., MEGGINSON W.L et MAQUIEIRA, C., 1998. Wealth creation versus wealth redistributions in pure stock-for-stock mergers, *Journal of Financial Economics* 48, 3-33.
- NAPIER, N. K., 2007. Mergers and acquisitions, human resource issues and outcomes: A review and suggested typology, *Journal of Management Studies* 26, 271-290.
- NISSIM D. et ZIV A., 2001. Dividend changes and future profitability, *Journal of Finance*. 56, 2111-2133.
- NNADI M. et TANNA S., 2010. Multivariate analyses of factors affecting dividend policy of acquired European banks, *Working paper*. <http://ssrn.com/abstract=1628122>.
- OFFENBERG, D., 2009. Firm size and the effectiveness of the market for corporate control, *Journal of Corporate Finance* 15, 66–79.
- OFFICER, M., 2003. Termination fees in mergers and acquisitions, *Journal of Financial Economics* 69, 431-437.

OFFICER M. S., POULSEN A.B., and STEGEMOLLER M., 2009. Target firm information asymmetry and acquirer returns, *Review of Finance* 13, 467-493.

OGDEN, J. P., JEN, F. C., et O'CONNOR, P. F., 2003. *Advanced Corporate Finance Policies and Strategies*. Prentice Hall, New Jersey.

OLSON G. T., et PAGANO M. S., 2003. The long term impact of bank mergers on sustainable growth and shareholder return, *Working paper*.

OMRAN M., et POINTON J., 2004. Dividend Policy, trading characteristics and share prices: Empirical evidence from Egyptian firms, *International Journal of Theoretical and Applied Finance* 7,121-133.

Ooi, T. L. J. 2001. Dividend payout characteristics of UK property companies, *Journal of Real Estate Portfolio Management* 7, 133–142.

PENMAN S., 1983. The predictive content of earnings forecasts and dividends, *Journal of Finance* 38, 1181-1199.

PERRY, J. et HERD, T. 2004. Mergers and acquisitions: reducing M&A risk through improved due diligence, *Strategy and Leadership* 32, 12.

PETTIT, R., 1977. Taxes, transaction costs and the clientele effect of dividends, *Journal of Financial Economics* 5, 419-436.

POWELL R.G., et STARK A.W., 2005. Does operating performance increase post-takeovers for UK takeovers? A comparison of performance measures and benchmarks, *Journal of Corporate Finance* 11, 293-317.

PRUITT, S. W. et L. J. GITMAN, 1991. The Interaction between investment, financing and dividend decisions of major US firms, *Financial Review* 26, 409-430.

RAU, P. R., et T. VERMAELEN, 1998. Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms, *Journal of Financial Economics* 49, 223–253.

REUER, J. J. 2005. Avoiding lemons in M&A deals, *MIT Sloan Management Review*, 15-17.

RHODES-KROPF, M., ROBINSON, D. T. & VISWANATHAN, S., 2005. Valuation

waves and merger activity: The empirical evidence, *Journal of Financial Economics* 77, 561-603.

RHODES-KROPP, M., et S. VISWANATHAN, 2004. Market valuation and merger waves, *Journal of Finance* 59, 2685–2718.

ROLL, R., 1986. The hubris hypothesis of corporate takeovers, *Journal of Business* 59, 197-216.

ROZEFF, M.S., 1982. Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios, *Journal of Financial Research* 5, 249-259.

SHLEIFER, A., et SUMMERS, L. 1988. Breach of trust in hostile takeovers. Auerbach, A. (Ed), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*. University of Chicago Press, 1988.

SCHLEIFER A. et VISHNY R.W., 1989. Management entrenchment, the case of manager-specific investments, *Journal of Financial Economics* 25, 123-139.

SCHLEIFER A. et VISHNY R.W., 1997. A survey of corporate governance, *Journal of Finance* 52, 737-783.

SCHLEIFER, A. et VISHNY, R., 2003. Stock market driven acquisitions, *Journal of Financial Economics* 70, 295- 311.

SCHLINGEMANN F., 2004. Financing decisions and bidder gains, *Journal of Corporate Finance* 10, 683-701.

SCHNEIDER, W., 2003. Trouble at the top: A sign of deal disorder, *Mergers and Acquisitions: The Dealmaker's Journal* 38, 30.

SCHOLZ, J. K., 1992. A direct examination of the dividend clientele hypothesis, *Journal of Public Economics* 49, 261–285.

SCHWERT, G. W., 1996. Mark-up pricing in mergers and acquisitions, *Journal of Financial Economics* 41, 153-192.

SCHWERT, G. W., 2000, Hostility in takeovers: In the eyes of the beholder?, *Journal of Finance* 55, 2599–2640.

- SEIDA J. A., 2001. Evidence of tax-clientele-related trading following dividend increases, *Journal of the American Taxation Association* 23, 1–21.
- SERVAES H., 1991. Tobin's q and the gains from takeovers, *Journal of Finance* 46, 409-419.
- SHEFRIN H.M. et STATMAN M., 1984. Explaining investor preference for cash dividends, *Journal of Financial Economics* 13, 253-282.
- SINICKAS, A., 2004. How to do due diligence research, *Strategic Communication Management* 8, 12.
- SKINNER D., 2008. The evolving relation between earnings, dividends, and stock repurchases, *Journal of Financial Economics* 87, 582-609.
- SKINNER D. et SOLTES E., 2011. What do dividends tell us about earnings quality?, *Review of Accounting Studies* 16, 1-28.
- SMITH R. L., et KIM J. H., 1994. The combined effects of free cash flow and financial slack on bidder and target stock returns, *The Journal of Business* 67, 281-310.
- SOUBENIOTIS, D., MYLONAKIS, J., FOTIADIS, T., CHATZITHOMAS, L. et MERTZIMEKIS, C., 2006. Evaluation of mergers and acquisitions in Greece, *International Research Journal of Finance and Economics* 1, 92-104.
- SPENCE M., 1973. Job Market Signaling, *The Quarterly Journal of Economics* 87, 355-374.
- STANWICK, P. A., et STANWICK S. D., 2001. Designing your international M&A strategy, *Journal of Corporate Accounting and Finance* 12, 11-16.
- STAPLETON, R., 1982. Mergers, debt capacity, and the valuation of corporate loans, Keenan, M., White, L.J. (Eds.) *Mergers and Acquisitions*, Chapter 2. D.C. Heath, Lexington, MA.
- Stein, J., 1996, Rational capital budgeting in an irrational world, *Journal of Business* 69, 429-455.

- STULZ, R., 1988. Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control, *Journal of Financial Economics* 20, 25-54.
- STULZ, R., 1990. Managerial discretion and optimal financing policies, *Journal of Financial Economics* 26, 3-27.
- TRAVLOS N., 1987. Corporate takeover bids, methods of payment, and bidding firms' stock returns, *Journal of Finance* 42, 943–963.
- VARADARAJAN, P. et RAMANUJAM, V., 1987. Diversification and performance: A re-examination using a new two dimensional conceptualization of diversity in firms, *Academy of Management Journal* 30, 380-397.
- VARAIYA, N.P., 1987. Determinants of premiums in acquisition transactions, *Managerial and Decision Economics* 7, 175–184.
- VERMAELEN, T., 1981. Common stock repurchases and market signaling, *Journal of Financial Economics* 9, 139–183.
- WALKLING, R., 1985. Predicting tender offer success: A logistic analysis, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 20, 461–478.
- WALKLING, R.A., et EDMISTER, R.O., 1985. Determinants of tender offer premiums, *Financial Analysts Journal* 41, 30-37.
- WALKLING, R. A., et LONG M. S., 1984. Agency theory, managerial welfare, and takeover bid resistance, *Rand Journal of Economics* 15, 54-68.
- WANG, K., J., ERICKSON, et G. W. GAU, 1993. Dividend policies and dividend announcement effects for real estate investment trusts, *Journal of The American Real Estate and Urban Economics Association* 21, 185-201.
- WATTS R., 1973. The information content of dividends, *Journal of Business* 46, 191-211.
- WEBER, Y., ODED, S., et ADI, R., 1996. National and corporate culture fit in mergers and acquisitions: an exploratory study, *Management Science* 42, 1215-1227.

WEISBENNER, S., 2000. Corporate share repurchases in the 1990s: What role do stock options play?, *Working paper*. <http://ssrn.com/abstract=234164>.

WESTON, F., et MANSINGHKA, S., 1971. Tests of the efficiency performance of conglomerate firms, *The Journal of Finance* 42, 943-963.

Williamson, O., 1975. *Markets and hierarchies: Analysis and antitrust implications*, Free Press, New York.

YOOK, K. C., 2003. Larger returns to cash acquisitions: Signaling effect or leverage effect?, *Journal of Business* 76, 477-498.

ZHANG, G., 2001. Private information production, public disclosure, and the cost of capital theory and implications, *Contemporary Accounting Research* 18, 363-384.

# ANNEXES

## Annexe 1. Payer davantage de dividendes que les gains prévus

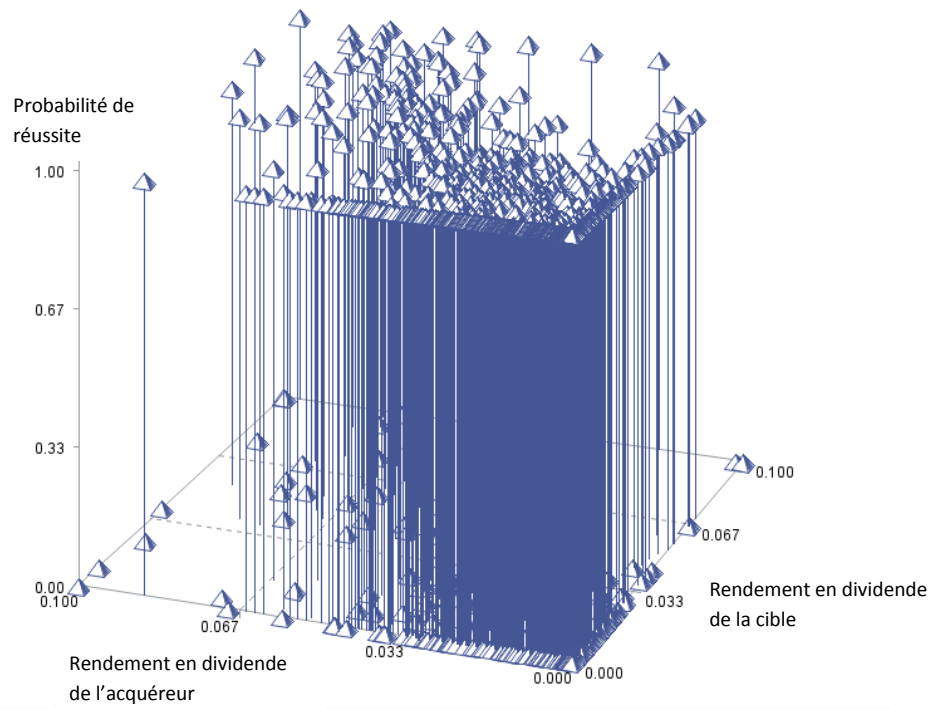
<i>Compagnie</i>	<i>Secteur</i>	<i>Montant du dividende par action</i>	<i>Montant du bénéfice par action-2010</i>	<i>Montant estimé du bénéfice par action-2011</i>
<i>Apartment Investment &amp; Mg</i>	Financier	\$0.40	-\$2.36	-\$2.48
<i>AvalonBay Communities</i>	Financier	\$3.57	\$1.37	\$0.96
<i>Boston Properties</i>	Financier	\$2.00	\$1.40	\$1.46
<i>Comerica Inc</i>	Financier	\$0.20	-\$0.43	\$1.76
<i>Equity Residential</i>	Financier	\$1.35	\$0.25	\$0.33
<i>Fifth Third Bancorp</i>	Financier	\$0.04	-\$0.24	\$0.84
<i>Frontier Communications</i>	Services Télé-communication	\$1.00	\$0.57	\$0.58
<i>HCP Inc</i>	Financier	\$1.86	\$1.03	\$1.10
<i>Health Care REIT</i>	Financier	\$2.72	\$1.70	\$1.58
<i>Huntington Bancshares</i>	Financier	\$0.04	-\$0.30	\$0.35
<i>KeyCorp</i>	Financier	\$0.04	-\$0.76	\$0.30
<i>Kimco Realty</i>	Financier	\$0.64	\$0.26	\$0.25
<i>Lennar Corp'A'</i>	Constructions	\$0.16	-\$0.32	\$0.86
<i>Marshall &amp; Ilsley</i>	Financier	\$0.04	-\$1.07	\$0.10
<i>People's United Financial</i>	Financier	\$0.61	\$0.41	\$0.54
<i>Plum Creek Timber</i>	Financier	\$1.68	\$1.38	\$1.49
<i>ProLogis</i>	Financier	\$0.60	-\$0.23	-\$0.16
<i>Regions Financial</i>	Financier	\$0.04	-\$0.71	\$0.29
<i>Robert Half Intl</i>	Industriel	\$0.52	\$0.48	\$0.98
<i>Simon Property Group</i>	Financier	\$2.40	\$1.58	\$3.05
<i>SunTrust Banks</i>	Financier	\$0.04	-\$1.46	\$1.04
<i>U.S. Steel</i>	Materials	\$0.20	-\$0.14	\$5.14
<i>Ventas Inc</i>	Financier	\$2.14	\$1.41	\$1.54
<i>Vulcan Materials</i>	Materials	\$1.00	\$0.42	\$1.34
<i>Weyerhaeuser Co</i>	Materials	\$0.20	-\$0.57	\$0.74
<i>Windstream Corp</i>	Services Télé-communication	\$1.00	\$0.85	\$0.88
<i>Wynn Resorts</i>	Tourisme et Jeux de hasard	\$0.80	\$0.61	\$1.05
<i>Zions Bancorp</i>	Financier	\$0.04	-\$2.42	\$0.85

**Source.** USA TODAY - Article: "Companies pay dividends even when they have losses", 2010.

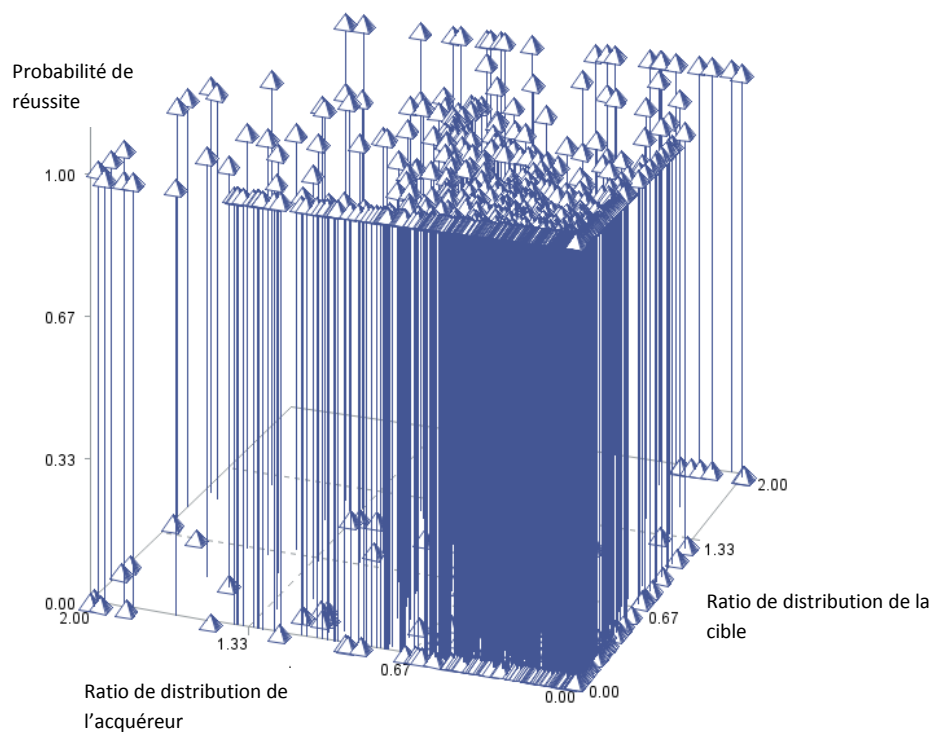


## Annexe 2. Dispersion des opérations réussies selon les mesures de dividendes des firmes fusionnées

*Rendement en dividende*

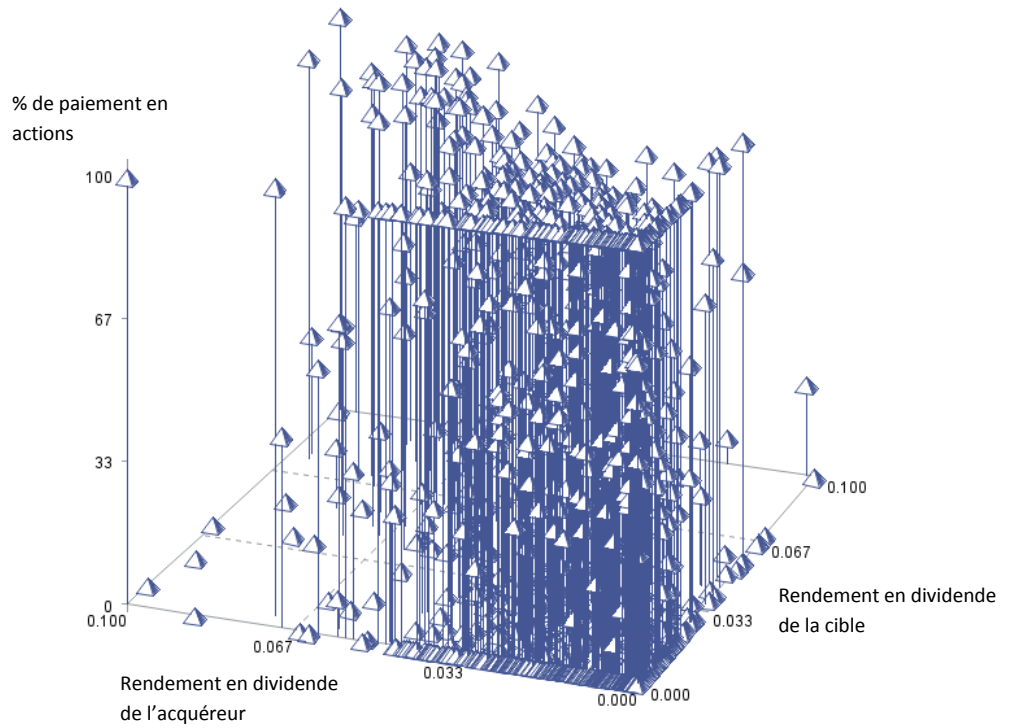


*Ratio de distribution*

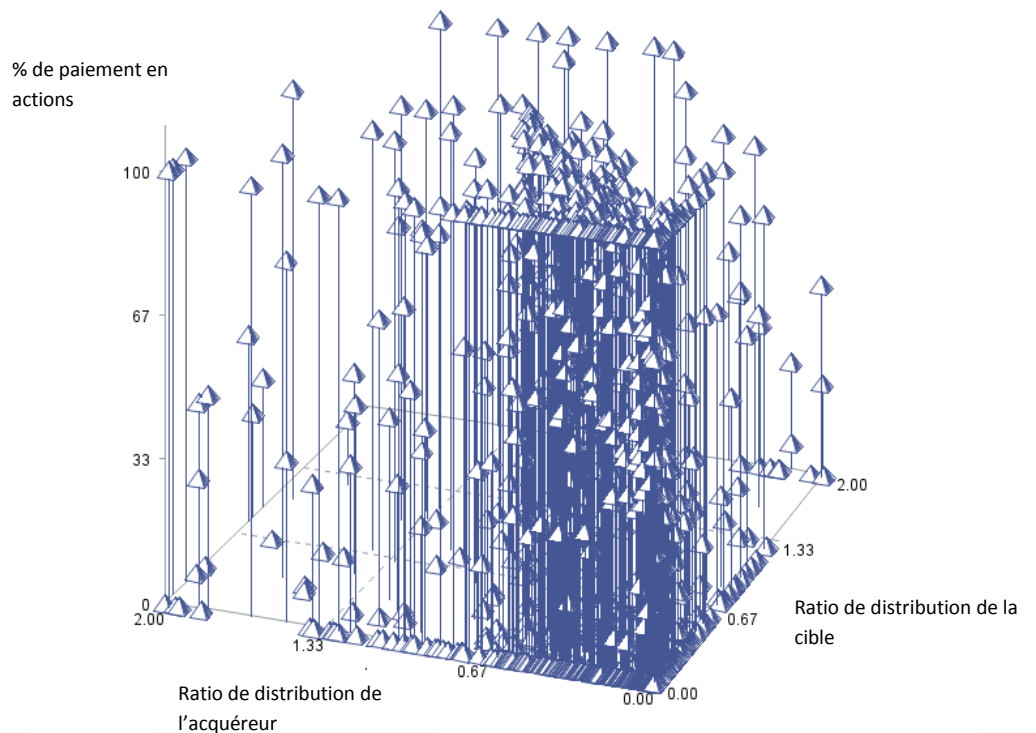


### Annexe 3. Dispersion du % de paiement en actions selon les mesures de dividendes des firmes fusionnées

**Rendement en dividende**



**Ratio de distribution**



## Annexe 4. Table de définition des variables

Variable	Description	Source
<b>Panel A.</b> Mesures de la politique de dividendes		
Paiement de dividendes	Variable muette égale à 1 si la firme paie du dividende au moins une fois sur les cinq ans qui précèdent la fusion, et 0 sinon.	CRSP/Compustat Merged Database.
Paiement de div_1	Variable muette égale à 1 si la firme paie du dividende au moins une fois sur l'année qui précède l'année de l'annonce de l'opération, et 0 sinon.	
Rendement en dividende	Ratio moyen des rapports annuels du dividende par action sur le cours boursier de la firme.	
Ratio de distribution	Ratio moyen des rapports annuels du dividende par action sur le bénéfice par action de la firme.	
Vitesse d'ajustement	La vitesse d'ajustement du dividende actuel de l'année $t$ au dividende antérieur de l'année $t-1$ , calculée sur les cinq ans qui précèdent la fusion.	
<b>Panel B.</b> Variables des mesures moyennes de la politique de dividendes autour de la fusion		
A.Y.Acq [-5, 0]	Le rendement en dividende moyen de l'acquéreur sur la période antérieure à la fusion.	CRSP/Compustat Merged Database.
A.Y.Targ [-5, 0]	Le rendement en dividende moyen de la cible sur la période antérieure à la fusion.	
A.Y.Acq [1, 5]	Le rendement en dividende moyen de l'acquéreur sur la période postérieure à la fusion.	
A.P.Acq [-5, 0]	Le ratio de distribution moyen de l'acquéreur sur la période antérieure à la fusion.	
A.P.Targ [-5, 0]	Le ratio de distribution moyen de la cible sur la période antérieure à la fusion.	
A.P.Acq [1, 5]	Le ratio de distribution moyen de l'acquéreur sur la période postérieure à la fusion.	

<b>Panel C. Variables du modèle de Lintner</b>		
$D_t$	Dividende par action pour l'année $t$	CRSP/Compustat Merged Database.
$D_{t-1}$	Dividende par action pour l'année $t-1$	
$BPA_t$	Bénéfice par action pour l'année $t$	
$\Delta D_t$	Variation du dividende par action entre $t$ et $t-1$	
$D^*_t$	Ratio de distribution cible de l'année $t$	
<b>Panel D. Variables dépendantes</b>		
Prime de fusion	Le prix offert par l'acquéreur aux actionnaires de la cible rapporté par le prix de l'action de la cible 4 semaines avant la date de l'annonce.	SDC Database
Tout-en-titres	Variable muette égale à 1 si l'acquisition est réglée purement en actions, et 0 sinon.	SDC Database
RAC	Les rendements anormaux cumulés de l'acquéreur sur les trois jours autour de l'annonce centré par la date 0 d'annonce, calculés selon la méthode de Karafiath (1988).	CRSP/Compustat Merged Database.
Réussite de l'opération	Variable muette égale à 1 si le statut de l'opération est "achevé", et 0 sinon.	SDC Database
<b>Panel E. Variables indépendantes d'intérêt</b>		
Diff.Yield_B	Différence entre le rendement en dividende moyen pré-fusion de l'acquéreur et le rendement en dividende moyen pré-fusion de la cible.	CRSP/Compustat Merged Database
Diff.Payout_B	Différence entre le ratio de distribution moyen pré-fusion de l'acquéreur et le ratio de distribution moyen pré-fusion de la cible.	
Diff.Adjust_B	Différence entre la vitesse d'ajustement moyenne pré-fusion de l'acquéreur et la vitesse d'ajustement moyenne pré-fusion de la cible.	
Diff.Yield_A	Différence entre le rendement en dividende moyen post-fusion de l'acquéreur et le rendement en dividende moyen pré-fusion de la cible.	
Diff.Payout_A	Différence entre le ratio de distribution moyen	

	post-fusion de l'acquéreur et le ratio de distribution moyen pré-fusion de la cible.	
Diff.Adjust_A	Différence entre la vitesse d'ajustement moyenne post-fusion de l'acquéreur et la vitesse d'ajustement moyenne pré-fusion de la cible.	
Diff.Yield	Variable muette qui prend la valeur 1 si la différence entre les rendements en dividende des firmes fusionnées est supérieure à la différence moyenne observée, et 0 sinon.	
Diff.Payout	Variable muette qui prend la valeur 1 si la différence entre les ratios de distribution des firmes fusionnées est supérieure à la différence moyenne observée, et 0 sinon.	
Diff.Adj_Speed	Variable muette qui prend la valeur 1 si la différence entre les vitesses d'ajustement des firmes fusionnées est supérieure à la différence moyenne observée, et 0 sinon.	
Synthetic.Diff	Variable muette qui est égale à 1 si on obtient au moins deux différences sur les trois différences calculées à partir du rendement en dividende, ratio de distribution et vitesse d'ajustement, et 0 sinon.	
<b>Panel F. Variables de contrôle</b>		
<i>1. Caractéristiques de l'opération</i>		
Valeur de l'opération	Valeur totale des considérations réglées par l'acquéreur hors frais et dépenses.	
% déjà acquis ( <i>Toehold</i> )	Pourcentage de titres détenus par l'acquéreur avant l'opération. Les tables de résultats utilisent une forme muette de cette variable, qui prend la valeur 1 si l'acquéreur détient des actions de la cible avant la date d'annonce, et 0 sinon.	
% de titres	Le pourcentage de paiement de l'acquisition par des titres.	
Hostilité	Variable muette égale à 1 si l'opération est hostile, et 0 sinon.	SDC Database
Horizontalité	Variable muette égale à 1 si l'opération est	

	horizontale (qui implique deux firmes ayant le même code <i>SIC</i> à deux chiffres), et 0 sinon.	
Nombre d'enchérisseurs	Le nombre de firmes (y compris l'acquéreur) qui enchérissent pour la cible. Les tables de résultats utilisent une forme muette de cette variable, qui prend la valeur 1 si l'opération implique plus qu'un acquéreur, et 0 sinon.	
Taille relative	Ratio de l'actif total de la cible par rapport à l'actif total de l'acquéreur à l'année qui précède l'opération.	
Activité de fusions-acquisitions	Variable muette égale à 1 si l'opération est annoncée entre 1998 et 2001, et 0 sinon. (Voir Moeller et al., 2005).	
<i>2. Caractéristiques des firmes fusionnées</i>		
Rachat d'actions	La variation de la valeur des titres de trésorerie ( <i>Common treasury stocks</i> ) entre l'année t-1 et l'année t. Si l'entreprise utilise la méthode du retrait des titres ( $Note\ 45=TR$ ) pour réaliser ses programmes de rachat, nous remplaçons la variation des titres de trésorerie par le maximum entre zéro et la différence entre les achats et les ventes d'actions ordinaires et privilégiées de l'année t (Voir Fama et French, 2001).	SDC Database
Levier financier	Dettes du passif sur l'actif total.	
Rendement de l'actif	Bénéfices avant intérêts, impôts, dotations et amortissements (EBITDA) sur l'actif total.	
Ratio de liquidité	Valeur totale des liquidités divisée par l'actif total.	
Rendement cumulé_1 de l'acquéreur	Rendements anormaux cumulés de l'action de l'acquéreur sur l'année précédant l'annonce.	CRSP/Compustat
Rendement cumulé_1 de l'indice de marché	Rendements anormaux cumulés de l'indice du marché sur l'année précédant l'annonce.	Merged Database

# TABLE DES ILLUSTRATIONS

## INTRODUCTION GÉNÉRALE

Figure 1. Plan de l'étude empirique.....	12
--	----

### CHAPITRE1. POLITIQUES DE DIVIDENDES & FUSIONS-ACQUISITIONS

Figure 2. Rendement en dividende des firmes S&P500 .....	26
Figure 3. Evolution parallèle des bénéfices et des dividendes des firmes de l'indice S&P 500.....	33
Figure 4. Vagues de fusions aux Etats-Unis depuis 1897.....	41
Table 1. Etudes portant sur les rendements anormaux à l'annonce des fusions-acquisitions .....	48
Table 2. Etudes portant sur les rendements postérieurs des fusions-acquisitions.....	51
Figure 5. L'impact des caractéristiques de l'offre et des firmes fusionnées .....	62
Figure 6. Croisement des types de clientèle lors d'un rapprochement .....	66
Figure 7. Cours boursiers de CVS Corp. et Caremark Rx .....	75
Table 3. Détails de la fusion CVS-Caremark .....	77
Table 4. Détails sur les dividendes de <i>CVS Corp.</i> avant la fusion.....	79
Table 5. Statistiques descriptives des dividendes de <i>CVS</i> avant la fusion.....	80
Table 6. Détails sur les dividendes de <i>Caremark</i> avant la fusion .....	81
Table 7. Statistiques descriptives des dividendes de <i>Caremark</i> avant la fusion .....	81
Table 8. Détails sur les dividendes de l'entité combinée <i>CVS-Caremark</i> .....	84
Table 9. Statistiques descriptives des dividendes de <i>CVS-Caremark</i> .....	84
Figure 8. Mesures de dividendes des firmes fusionnées autour de la fusion .....	85

### CHAPITRE 2. POLITIQUE DE DIVIDENDES POST-FUSION ET PRIME DE FUSION

Table 1. Procédure de sélection de l'échantillon .....	98
Figure 9. Distribution annuelle des opérations de fusions-acquisitions .....	99
Table 11. Distribution annuelle des opérations et de la prime moyenne par mode de paiement .....	100
Table 12. Distribution sectorielle des opérations et de la prime moyenne par mode de paiement .....	101



Table 13. Statistiques descriptives des acquisitions .....	104
Table 14. Statistiques descriptives des politiques de dividendes .....	105
Table 15. Statistiques descriptives des politiques de dividendes des payeurs .....	107
Table 16. Tables de contingence des statuts de paiement de dividendes .....	109
Table 17. Régression linéaire sur le rendement en dividende moyen .....	110
Table 18. Régression linéaire sur le ratio de distribution moyen .....	112
Table 19. Estimation des paramètres de Lintner .....	114
Table 20. Prime de fusion et différence entre les politiques de dividendes des firmes fusionnées .....	119
Figure 10. Distribution des acquéreurs selon le niveau de paiement de dividendes post-fusion .....	121
Table 21. Résultats de la régression Tobit de type 1 .....	122
Table 22. Test de robustesse sur la régression de la prime de fusion .....	126

### **CHAPITRE 3. CONTENU INFORMATIONNEL DE LA POLITIQUE DE DIVIDENDES DE L'ACQUÉREUR ET MODE DE PAIEMENT DE LA FUSION**

Table 23. Procédure de sélection de l'échantillon d'étude .....	138
Table 24. Distribution annuelle des acquisitions entre 1987 et 2007 par mode de paiement et par statut de la cible.....	139
Table 25. Distribution sectorielle des opérations par mode de paiement et par statut de la cible.....	141
Table 26. Moyennes et Médianes des caractéristiques de l'échantillon .....	146
Figure 11. Rendements en dividende moyens des acquéreurs, payeurs de dividendes entre 1987 et 2007.....	149
Figure 12. Ratios de distribution moyens des acquéreurs, payeurs de dividendes entre 1987 et 2007.....	150
Figure 13. Vitesses d'ajustement moyennes des acquéreurs, payeurs de dividendes entre 1987 et 2007.....	151
Table 27. Régression logistique du mode de paiement .....	152
Table 28. Rendement anormal moyen de l'acquéreur sur (-1, +1).....	156
Figure 14. Rendements anormaux moyens des acquéreurs en titres de cibles cotées entre 1987 et 2007.....	158

Figure 15. Rendements anormaux moyens des acquéreurs en titres de cibles cotées, payeurs de dividendes entre 1987 et 2007 .....	159
Table 29. Régression des rendements anormaux cumulés de l'acquéreur .....	160
Table 30. Test de différence des rendements anormaux cumulés de l'acquéreur .....	163

#### **CHAPITRE 4. CARACTÉRISTIQUES ET POLITIQUES DE DIVIDENDES DES FIRMES FUSIONNÉES & RÉUSITE DE LA FUSION**

Table 31. Procédure de sélection de l'échantillon d'étude .....	176
Figure 16. Distribution annuelle des opérations de fusions-acquisitions .....	177
Table 32. Distribution sectorielle des opérations selon leurs statuts .....	179
Table 33. Moyennes des caractéristiques des firmes fusionnées selon leurs statuts de paiement de dividendes .....	183
Table 34. Moyennes et Médianes des caractéristiques de l'échantillon .....	185
Table 35. Moyennes et Médianes des mesures de dividendes .....	187
Table 36. Modèle logit de paiement de dividendes .....	188
Table 37. Tables de contingence des statuts de paiement de dividendes .....	190
Figure 17. Dispersion du nombre d'opérations selon les classes de rendement en dividende des firmes fusionnées .....	193
Table 38. Modèle logit de la réussite de l'opération .....	195

#### **ANNEXES**

Annexe 1. Payer davantage de dividendes que les gains prévus .....	236
Annexe 2. Dispersion des opérations réussies selon les mesures de dividendes des firmes fusionnées .....	237
Annexe 3. Dispersion du pourcentage de paiement en actions selon les mesures de dividendes des firmes fusionnées .....	238
Annexe 4. Table de définition des variables .....	239

# TABLE DES MATIERES

INTRODUCTION GENERALE .....	4
CHAPITRE 1. POLITIQUES DE DIVIDENDES & FUSIONS-ACQUISITIONS .....	14
Introduction du chapitre .....	15
Section 1. Revue de littérature sur la politique de dividendes .....	17
1. L'effet de clientèle .....	17
1.1. Rôle de la fiscalité .....	17
1.2. Les équilibres partiels .....	19
1.3. La théorie du <i>catering</i> .....	20
2. Théorie du signal .....	23
3. Disparition des dividendes .....	25
3.1. Réduction des dividendes .....	26
3.2. Substituabilité ou complémentarité des rachats d'actions .....	28
4. Caractéristiques des payeurs de dividendes .....	31
5. Mesure de la politique de dividendes .....	35
Section 2. Revue de littérature sur les fusions-acquisitions .....	37
1. Les motivations et le processus des fusions-acquisitions .....	37
1.1. Les motivations des fusions-acquisitions .....	37
1.2. Processus des fusions-acquisitions .....	39
2. Les vagues de fusions-acquisitions .....	40
2.1. Constat .....	40
2.2. La théorie de la surévaluation du marché .....	42
3. Résultats des fusions-acquisitions .....	44
2.1. Performance des fusions-acquisitions .....	44
2.1.1. Théories de la création de valeur .....	44
2.1.2. Les rendements boursiers autour de l'annonce .....	46
2.1.3. Les rendements boursiers postérieurs à l'annonce .....	49
2.2. Réussite des fusions-acquisitions .....	50
2.2.1. Comportement de la cible .....	54
2.2.2. Réussite vs échec .....	54
2.2.3. Raisons d'échec des fusions-acquisitions .....	55
4. Caractéristiques des opérations et des entreprises fusionnées .....	57
4.1. Effets des caractéristiques des opérations .....	57

4.2. Effets des caractéristiques des entreprises fusionnées .....	60
Section 3. La politique de dividendes dans le contexte des fusions-acquisitions .....	63
1. Fusions-acquisitions et neutralité de la politique de dividendes .....	63
2. Fusions-acquisitions et effet de clientèle .....	65
3. Asymétrie d'information lors des fusions et politique de dividendes .....	67
4. Synergie de fusion et politique de dividendes .....	69
5. Comportement de la cible et politiques de dividendes .....	71
6. Illustration – Fusion <i>CVS Caremark</i> .....	73
6.1. Présentation de la fusion .....	73
6.2. Etude des politiques de dividendes avant la fusion .....	78
6.3. Politique de dividendes post-fusion de <i>CVS Caremark</i> .....	82
Conclusion du chapitre .....	87
<b>CHAPITRE 2. POLITIQUE DE DIVIDENDES POST-FUSION ET PRIME DE FUSION</b> .....	<b>89</b>
Introduction du chapitre .....	90
Section 1. Effet de clientèle, politique de dividendes post-fusion et prime de fusion ...	92
1. Effet de clientèle et politique de dividendes post-fusion .....	92
2. Prime de fusion et dividende ex post de l'actionnaire de la cible .....	94
Section 2. Hypothèses, échantillon et méthodologie .....	96
1. Formulation des hypothèses .....	96
2. Construction de l'échantillon .....	98
3. Méthodologie .....	101
Section 3. Analyse empirique .....	103
1. Statistiques descriptives .....	103
2. Statuts de paiement de dividendes des firmes fusionnées .....	107
3. Politiques de dividendes des firmes fusionnées .....	110
4. Modèle d'ajustement partiel de <i>Lintner</i> (1956) .....	113
5. Dynamique de la prime de fusion avec la différence des politiques de dividendes	116
6. Test de robustesse .....	120
6.1. Test de robustesse sur l'hypothèse 1 .....	120
6.2. Test de robustesse sur l'hypothèse 2 .....	124
Conclusion du chapitre .....	127

CHAPITRE 3. CONTENU INFORMATIONNEL DE LA POLITIQUE DE DIVIDENDES DE L'ACQUEREUR ET MODE DE PAIEMENT DE LA FUSION	128
Introduction du chapitre	129
Section 1. Mode de paiement et contenu informationnel du dividende	131
1. Mode de paiement et asymétrie d'information	131
2. Le contenu informationnel du dividende	134
Section 2. Hypothèses, échantillon et méthodologie	136
1. Formulation des hypothèses	136
2. Construction de l'échantillon	137
3. Description de l'échantillon	138
4. Méthodologie de mesure de la politique de dividendes et des rendements anormaux	141
Section 3. Analyse empirique	145
1. Analyse univariée des acquisitions	145
2. Résultats du modèle logistique	148
3. Résultats de l'étude d'évènement	154
4. Analyse multivariée des rendements anormaux de l'acquéreur	159
5. Tests de robustesse	162
Conclusion du chapitre	164
CHAPITRE 4. CARACTERISTIQUES ET POLITIQUES DE DIVIDENDES DES FIRMES FUSIONNEES & REUSSITE DE LA FUSION	165
Introduction du chapitre	166
Section 1. Caractéristiques des payeurs de dividendes, effet de clientèle et comportement de la cible	168
1. Caractéristiques des payeurs de dividendes	168
2. Effet de clientèle et différence de politiques de dividendes	171
3. Différence de politiques de dividendes et comportement de la cible	172
Section 2. Hypothèses, échantillon et méthodologie	174
1. Formulation des hypothèses	174
2. Construction de l'échantillon	174
3. Description de l'échantillon	176
4. Méthodologie	182
Section 3. Analyse empirique	182
1. Statistiques descriptives	182

2. Caractéristiques des payeurs de dividendes .....	188
3. Paiement de dividendes par les firmes fusionnées & statut de l'opération .....	189
4. Niveaux de paiement de dividendes par les firmes fusionnées & statut de l'opération	191
5. Analyse multivariée .....	194
Conclusion du chapitre .....	198
CONCLUSION GENERALE .....	199
BIBLIOGRAPHIE .....	208
ANNEXES .....	235
TABLE DES ILLUSTRATIONS .....	243
TABLE DES MATIERES .....	247

## Résumé

Ce travail de recherche est dédié à l'analyse des politiques de dividendes dans le contexte des fusions-acquisitions américaines. Le premier chapitre de cette thèse décrit le cadre de l'étude. Il présente le cadre théorique des politiques de dividendes, puis celui des fusions-acquisitions avant d'exposer les champs exploratoires relatifs aux spécificités des politiques de dividendes lors des opérations de fusions-acquisitions. Il traite, à la fin, une illustration d'une fusion américaine qui incarne un cas réel des interactions des politiques de dividendes lors des rapprochements des firmes. Le deuxième chapitre de la thèse explore empiriquement l'impact de la différence entre les politiques de dividendes des firmes fusionnées sur la politique de dividendes post-fusion, et teste un éventuel effet de compensation de la prime de fusion. Le troisième chapitre part de l'idée que la réaction négative du marché à l'annonce des acquisitions en titres de firmes cotées est l'issu de l'évaluation incorrecte de l'acquéreur. De ce fait, il explore un possible rôle informationnel de la politique de dividendes de l'acquéreur dans ce type d'opérations qui peut réduire l'asymétrie d'information sur la valorisation de l'acquéreur, et ainsi alléger la réaction négative du marché à l'annonce. Le quatrième chapitre étudie les caractéristiques financières des firmes fusionnées qui sont déterminantes de leurs politiques de dividendes. Au vu de cela, il suppose que la réussite de la fusion peut être affectée par la différence entre les politiques de dividendes des firmes fusionnées issue de la différence entre leurs caractéristiques. Les résultats de nos recherches prouvent l'effet de la divergence entre les politiques de dividendes des firmes fusionnées sur le déroulement de la fusion au moment et après la transaction. La principale contribution de cette thèse est donc d'illustrer l'importance de tenir compte des politiques de dividendes des firmes impliquées dans des opérations de fusions-acquisitions, afin de pouvoir prendre les bonnes décisions lors du rapprochement. La généralisation de l'effet de clientèle sur les firmes fusionnées permet de détecter des chocs de clientèles de dividendes, et de révéler la nécessité d'absorber ces chocs par certains termes transactionnels et par la conduite post-fusion de la firme combinée.

**Mots clefs :** Politique de dividendes – Fusions-acquisitions – Effet de clientèle – Asymétrie d'information – Comportement de la cible - Prime de fusion – Mode de paiement – Réussite de l'opération.

---

### *The Role of the Dividend Policy in the M&A Setting*

#### **Abstract**

This research is dedicated to the analysis of dividend policy in the context of U.S. mergers and acquisitions. The first chapter of this thesis presents the framework of the study. It outlines the theoretical framework of the dividend policies and the mergers-acquisitions before stating exploratory fields related to the specificities and contributions of dividend policies in the M&A setting. Furthermore, it discusses an illustration of an US merger that embodies a real case of interactions between dividend policies during mergers-acquisitions. The second chapter empirically explores the impact of the difference between merging firms' dividend policies on the post-merger dividend policy, and tests a probable compensation effect of the bid premium. The third chapter starts from the idea that the negative market reaction to the announcement of stock acquisitions of listed firms is derived from the acquirer's misevaluation. Thereby, it explores the information content of the acquirer dividend policy in such deals which may reduce the information asymmetry on the acquirer valuation, and thus alleviate the negative market reaction at the announcement. The fourth chapter examines the financial characteristics of merging firms that are determining their existing dividend policies. In light of this, it assumes that the merger completion may be affected by the difference between merging firms' dividend policies which are resulting from the difference between their characteristics. The findings of our research confirm the impact of the difference between the merging firms' dividend policies on the conduct of the merger during and following the transaction. The main contribution of this thesis is to illustrate the importance of considering the dividend policies of companies involved in mergers-acquisitions in order to make the right decisions in favor of the reconciliation. The generalization of the clientele effect on the M&A setting allow to detect dividend clientele shocks, and reveal the need to absorb these shocks by transaction specifics and the post-merger conduct of the merged firm.

**Keywords:** Dividend policy – Mergers-acquisitions – Clientele effect – Information Asymmetry -Target attitude – Bid premium – Method of payment – Deal completion.

Unité de recherche/Research unit : *Lille 2 SKEMA Management Research Centre, 1 place Déliot, 59000 Lille, <http://www.skema-research.com>*  
Ecole doctorale/Doctoral school : *Ecole doctorale des sciences juridiques, politiques et de gestion, n°74, 1 place Déliot, 59000 Lille, [ecodoc.univ-lille2.fr](http://edoc.univ-lille2.fr), <http://edoc.univ-lille2.fr>*  
Université/University : *Université Lille 2, Droit et Santé, 42 rue Paul Duez, 59000 Lille, <http://www.univ-lille2.fr>*