

L'impact de l'annonce des fusions-absorptions sur le rendement financier : Étude et analyse empirique au Maroc

The impact of M&A announcement on financial performance: Case study of Moroccan companies

Haniya Oumaima ERRADOUANI, (*Enseignante vacataire*)

Laboratoire d'économie, finance, management et innovation

Ecole supérieure de technologie - Kelâa des Sraghna

Université Cadi Ayyad de Marrakech, Maroc

Adresse de correspondance :	Ecole supérieure de technologie Route de Béni Mellal Km 8 B.P 104, El Kelaa des Sraghna TEL : 05 24 41 65 86
Déclaration de divulgation :	Les auteurs n'ont pas connaissance de quelconque financement qui pourrait affecter l'objectivité de cette étude et ils sont responsables de tout plagiat dans cet article.
Conflit d'intérêts :	Les auteurs ne signalent aucun conflit d'intérêts.
Citer cet article	ERRADOUANI, H. O. (2024). L'impact de l'annonce des fusions-absorptions sur le rendement financier : Étude et analyse empirique au Maroc. <i>International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics</i> , 5(11), 305-320. https://doi.org/10.5281/zenodo.14061104
Licence	Cet article est publié en open Access sous licence CC BY-NC-ND

Received: August 29, 2024

Accepted: November 06, 2024

International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics - IJAFAME

ISSN: 2658-8455

Volume 5, Issue 11 (2024)

L'impact de l'annonce des fusions-absorptions sur le rendement financier : Étude et analyse empirique au Maroc

Résumé :

À travers cette étude, nous cherchons à analyser la réaction du marché marocain à l'annonce d'une opération de fusion-absorption et sa répercussion sur la création de valeur actionnariale chez l'absorbante. La particularité de ce travail réside dans ses apports qui contribueront à la compréhension d'un phénomène qui s'impose de plus en plus sur la scène marocaine et qui représente à la fois un champ de recherche vierge. Nous présentons dans cet article une étude économétrique, basée sur la méthode des études d'événements, portant sur neuf cas de fusions-absorptions de sociétés marocaines selon deux profils différents les filiales marocaines (absorbantes et absorbées) de sociétés multinationales, devant entériner la fusion au Maroc en prolongement de la fusion des sociétés mères étrangères et les sociétés de droit marocain, sans dépendance étrangère aucune, ayant opté pour un rapprochement capitalistique au moyen d'une opération de fusion.

Mots clés: Fusion-absorption, l'annonce, création de valeur, sociétés marocaines.

JEL Classification : G34, G14

Type du papier : Recherche empirique

Abstract :

Our research focuses on the reaction of the Moroccan market to the announcement of a merger and how it relates to the shareholder value creation of the target company. One of the particularities of this study is the contribution it will provide towards the comprehension of a phenomenon that is becoming increasingly present in Morocco and at the same time represents a new research field. In order to test theories, we used the event study model to assist our reflection based on nine mergers of Moroccan companies according to two different profiles: Moroccan subsidiaries (absorbing and absorbed) of multinational companies, whose merger in Morocco is an extension of the merger of foreign parent companies and Moroccan companies, with no external dependence, who opted for merger operations.

Keywords: Merger, announcement of a merger, shareholder value creation, Morocco.

Classification JEL: G34, G14

Paper type: Empirical Research

1. Introduction

Face aux perpétuelles mutations de la conjoncture économique, les dirigeants d'entreprises se trouvent contraints de tisser des relations inter-firmes afin d'assurer la pérennité de leurs organisations. Ainsi, les fusions-acquisitions font partie des solutions les mieux adaptées aux évolutions des marchés financiers. Depuis les premières opérations qui datent de la fin du 19^{ème} siècle, les fusions-acquisitions ont fait l'objet de plusieurs études afin de comprendre leurs soubassements et conséquences. Bien qu'elles soient nombreuses, les recherches antérieures n'ont pas réussi à déchiffrer le paradoxe lié à la performance de ce mode de croissance externe. Les fusions sont-elles à l'origine d'une création de valeur ou plutôt une destruction de valeur pour les actionnaires de l'absorbante ? En se référant à la littérature, il semble clair qu'il n'existe aucune réponse ferme et définitive à cette question. En effet, la problématique liée à la mesure de la création de valeur dans le cadre d'une opération de fusion-acquisition, peu importe la durée de l'horizon d'observation (court terme ou long terme), a interpellé plusieurs auteurs d'où le grand nombre d'études réalisées. Or, les résultats de ces recherches demeurent insuffisants pour trancher sur ce sujet. Une bonne partie des travaux antérieurs a fait l'unanimité sur le fait que la fusion profite aux actionnaires de la cible au détriment des actionnaires de l'absorbante. Cette conclusion s'appuie sur les résultats obtenus qui montrent que l'opération de fusion, quel que soit son objectif est créatrice de valeur pour la cible tandis que les résultats relatifs aux sociétés absorbantes restent divergents, voire contradictoires. Dans ce sens, nous présentons une succincte revue de littérature en vue de recentrer notre problématique, celle de la création de valeur actionnariale chez l'absorbante. Il est à noter que les études antérieures sont réparties en deux principales catégories, à savoir les études qui supportent l'hypothèse de création de valeur et celles qui défendent l'hypothèse des performances négatives. Dans le premier cas de figure, on peut citer à titre indicatif, l'étude de Healy et al. (1992) qui a porté sur un échantillon d'opérations de fusion. Les résultats obtenus affichent des performances certes, mais uniquement sur le plan économique. Jennings et Mazzeo (1991), confirment la présence de rendements anormaux positifs autour de la date d'annonce. Les travaux de Laamanen et al. (2014) affichent, également, des rentabilités anormales positives pour les acquéreurs américains. Ces résultats sont identiques à ceux de l'étude de Mateev (2017) qui porte sur le marché européen. Dans le deuxième cas de figure, les opérations de fusion-acquisition sont perçues comme projets voués à l'échec. Selon l'étude de Moeller et al. (2005) sur des rapprochements réalisés entre 1998 et 2001 et financés par échange de titres, le résultat était l'échec pour 43% de ces opérations. Les travaux d'Agrawal et al. (1992), confirment les déductions précédentes en démontrant que les résultats sur le long terme (5 ans) suivent une tendance baissière. Il s'ajoute à cela l'étude de référence menée par Jensen et Ruback (1983) qui approuve l'hypothèse selon laquelle les opérations de fusions-acquisitions ne créent de la valeur que pour les actionnaires de la société cible.

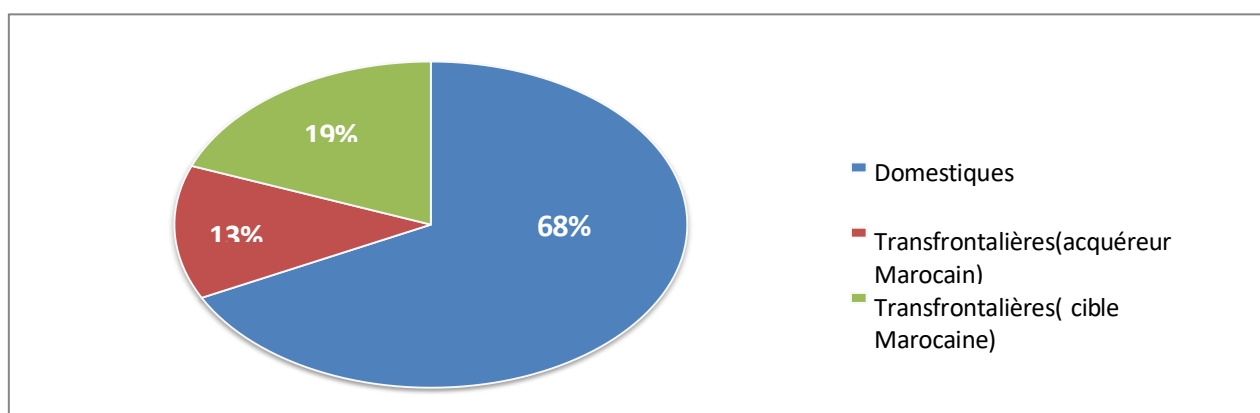
Comme nous pouvons le constater, la littérature est riche et les travaux de recherche sont innombrables, toutefois, le paradoxe lié à la création de valeur en matière de fusions-acquisitions demeure, jusqu'à présent, inexpliqué à cause du caractère mitigé des résultats. Dans cet article nous étudions la problématique de création de valeur actionnariale dans le contexte marocain. Nous présentons en premier lieu un aperçu sur l'évolution de la pratique des fusions-acquisitions au Maroc, ainsi que les déterminants intrinsèques et extrinsèques de la création de valeur chez la société absorbante. La deuxième partie est dédiée à l'étude empirique, allant de la modélisation jusqu'à la vérification de l'hypothèse de départ en passant par l'interprétation des résultats.

2. Revue de littérature

2.1.Appréciation des fusions-acquisitions par le marché marocain

Au Maroc, le phénomène des opérations de fusion-acquisition a pris de l'ampleur grâce à l'ouverture de l'économie marocaine sur les marchés internationaux dans le cadre du programme de privatisation, aux réformes réglementaires introduites en 1993, au nombre des fonds d'investissement qui ne cesse de croître, aux programmes sectoriels qui représentent des leviers économiques, aux infrastructures de transport, à la création de zones d'accélération industrielle et à la flexibilité sur le plan fiscal. Par ailleurs, selon les statistiques de Thomson Reuters 2018, le Maroc était l'une des destinations phares des IDE dans la région MENA. Ce progrès a contribué au développement de la pratique des fusions-acquisitions au Maroc dont la valeur a atteint les 1.4 milliards de dollar. Ce chiffre représente 10% des fusions-acquisitions opérées dans toute la région. Il en découle que la politique de privatisation a joué un rôle de catalyseur pour les fusions-acquisitions marocaines. Grâce à son ouverture sur le marché Africain, le Maroc a réalisé des fusions acquisitions transfrontalières. La part des acquisitions réalisées par le Maroc a atteint 22.32% en 2017 (UNCTAD, United Nations publications 2018). Bien que le programme de privatisation instauré au Maroc en 1990 ait donné un coup de fouet aux fusions-acquisitions, le volume de ces transactions, domestiques et transfrontalières, demeure très faible comparé à d'autres pays. Compte tenu de tous ces facteurs, le nombre et la fréquence des opérations de fusions acquisitions ont connu une augmentation remarquable surtout entre 2002 et 2013 avec une moyenne de six opérations par an. Le graphique infra représente la part des fusions-acquisitions transfrontalières et celles domestiques dans l'ensemble des rapprochements réalisé entre 1990 et 2018 au Maroc.

Figure 1 : Répartition des fusions-acquisitions marocaines entre 1990 et 2018



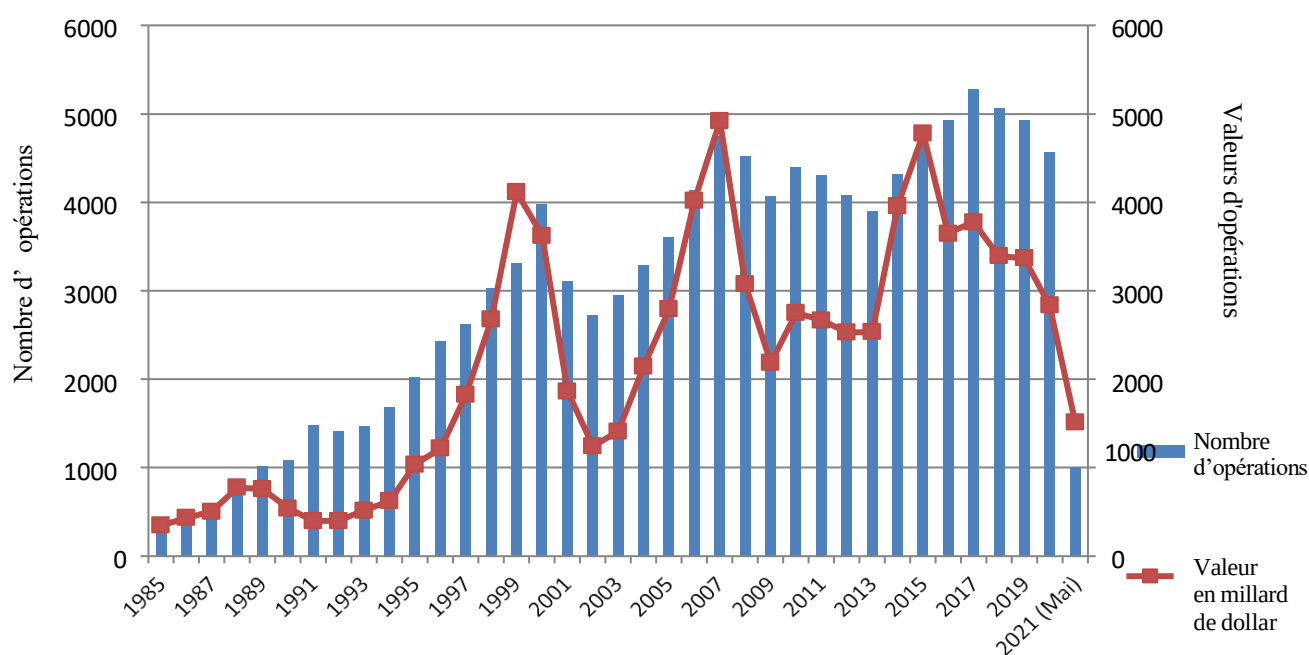
Source : Auteur. Données extraites de Mohammed Ibrahim et al. (2020).

En se référant aux chiffres fournis par le graphique, on remarque que les fusions acquisitions domestiques sont prépondérantes avec une domination du type horizontal. Ceci peut être expliqué par le besoin de réduire l'intensité concurrentielle, la recherche du pouvoir de marché et par la réalisation d'économies d'échelle et de coûts vu que la majorité des opérations domestiques est opérée par des sociétés non cotées (87% versus 13% entre sociétés cotées). Le nombre de ces opérations a connu une forte hausse à partir de l'année 2000 grâce à la politique de privatisation, aux réformes réglementaires sur les plans juridique et commercial et aux orientations économiques du pays.

Pour ce qui est des transactions transfrontalières dont la cible est Marocaine, celles-ci sont en nombre de 62 tandis que les fusions-acquisitions entre acquéreuse marocaine et cible étrangère comptent 43 opérations. En effet, l'année 2000 était le point de départ pour les acquisitions marocaines de sociétés étrangères. Ces acquisitions sont concentrées dans un secteur considéré comme étant mature, celui des banques/assurances. Le nombre de ces opérations a augmenté

pour atteindre 33 transactions entre 2000 et 2018. Il nous faut par ailleurs ajouter que la majorité des fusions-acquisitions opérées par des acquéreurs marocains sont de type horizontal. Contrairement aux opérations domestiques, les fusions-acquisitions transfrontalières (acquéreurs marocains) sont réalisées par les grands groupes cotés comme Attijariwafa bank et Maroc Telecom qui sont fortement présents en Afrique. Enfin, les fusions-acquisitions dont la cible est Marocaine représentent 19% de l'ensemble des opérations réalisées au Maroc entre 1990 et 2018. L'analyse de ces rapprochements montre que le type horizontal occupe la première place, suivi des fusions-acquisitions conglomerales et en dernière position on trouve le type vertical. Le choix des cibles marocaines par les acquéreurs étrangers s'explique par le programme de privatisation lancé en 1990, l'évolution du commerce extérieur avec les accords de libre-échange des années 2000 et par la mise en place de politiques publiques servant les objectifs de croissance économique. À l'appui de ce qui précède, on constate que l'évolution de la pratique des fusions-acquisitions au Maroc est influencée par une multitude de facteurs. Parmi les faits historiques ayant contribué au développement de ce mode de croissance, on trouve la libération du commerce international. En effet, les conventions bilatérales ainsi que les accords de libre-échange avec, principalement, l'Union européenne et d'autres pays du monde ont contribué au développement des fusions-acquisitions transfrontalières (acquéreurs étrangers). De plus, les politiques d'aménagement infrastructurel mises en place par le Maroc ont renforcé son attractivité pour les capitaux étrangers. Outre les réformes bancaires, fiscales et juridiques, le programme de privatisation lancé par le Maroc en 1990 représente le premier pas vers l'ouverture de l'économie et la dynamique du marché financier marocain d'où l'accroissement du nombre des fusions-acquisitions domestiques après l'année 2000. Quant aux acquisitions marocaines, celles-ci sont réalisées par les sociétés cotées et concentrées en Afrique de l'Ouest avec une prépondérance du secteur bancaire et du secteur de la télécommunication. Bien que les chiffres soient encourageants, les fusions-acquisitions au Maroc sont peu pratiquées comparées aux pays Européens et Anglo-Saxons les pionniers en la matière. À défaut de données sur le nombre et la valeur exacts des opérations marocaines, nous présentons ci-dessous une répartition annuelle des fusions-acquisitions réalisées dans la région MENA entre 1990 et 2021.

Figure2 : Nombre et valeur des fusions-acquisitions de la région MENA entre 1990 et 2021.



Source : Institut of mergers, acquisitions and alliances, 2022.

2.2. Les déterminants intrinsèques et extrinsèques de la création de valeur

Les auteurs qui se sont intéressés à l'analyse de la création de valeur en matière de fusion-acquisition, confirment à l'unanimité que ces dernières sont créatrices de valeur pour les actionnaires de la cible. Du côté de l'acquéreur, la question de création de valeur est toujours un sujet de recherche puisque les études empiriques font ressortir des résultats mitigés. Ainsi, la mesure de la création de valeur peut s'effectuer sur différents horizons temporels, soit autour de la date d'annonce, soit sur le court terme ou sur le long terme. Il est à noter que plusieurs variables peuvent impacter le processus de détermination de la richesse des actionnaires, voire même orienter l'opération soit à la création ou à la destruction de ladite valeur. En utilisant la méthodologie des études d'événements pour analyser les rendements à la date d'annonce, Kinatader et al. (2017) examinent un échantillon de 50 annonces de fusions-acquisitions réalisées par des acquéreurs et des cibles cotées en bourse dans les pays BRICS entre juin 2006 et 2015. Les résultats révèlent que le rendement anormal moyen des entreprises cibles était fortement significatif le jour de l'annonce, tandis que pour les acquéreurs, l'hypothèse nulle (H_0) n'a pas pu être rejetée, indiquant que les F&A n'ont pas créé de valeur. Les actionnaires des cibles ont enregistré un rendement positif de 1,45 %, tandis que les acquéreurs ont, en moyenne, subi une perte de 0,12 % le jour de l'annonce. En effet, la recherche indique principalement que les fusions-acquisitions ne créent pas de valeur pour l'entreprise acquéreuse (Yaghoubi et al., 2016). De plus, l'étude de Reddy et al. (2019) qui porte sur des fusions-acquisitions en Chine et en Inde, montre qu'en moyenne, il n'y a pas de création de valeur. Selon le modèle moyen, les F&A créent de la valeur pour les entreprises chinoises, tandis que pour les entreprises indiennes, aucune valeur n'est créée dans les mêmes fenêtres d'événements. Les résultats de la régression ont montré que la dette a un impact positif sur les rendements anormaux et les rendements anormaux cumulés moyens à des niveaux de signification de 1 %, 5 % et 10 %. Une étude réalisée par l'institut Stern Stewart en 2001 montre que les fusions-acquisitions ne créent pas de richesse pour les actionnaires de l'acquéreuse et dans certains cas, elles sont à l'origine d'une destruction de valeur. Les variables susdites sont généralement les caractéristiques des sociétés fusionnées et/ou de l'opération de rapprochement. Dans ce sens, nous analyserons dans ce qui suit l'impact des déterminants intrinsèques et extrinsèques des rentabilités anormales sur la création de la valeur chez l'acquéreur.

Il semble bien établi dans la littérature que les variables liées à la transaction peuvent avoir un impact direct ou indirect sur la réaction du marché suite à l'annonce d'une fusion-acquisition. Parmi les déterminants les plus cités dans la littérature, on trouve le mode de paiement, le caractère de l'opération, la taille relative des entreprises, la proximité des activités... Prenons à titre d'exemple le mode de financement, celui-ci représente un signal émis par l'entreprise, qui vient orienter la réaction du marché à la hausse ou à la baisse. Il convient de préciser que, face aux opérations financées en espèces, le marché réagit positivement (à la hausse), tandis que le paiement en actions provoque une réaction négative (Kettenbach et al. 2022 ; Shaheen 2006). Dans ce sens, les travaux de Travlos (1987) et Ben amar et al. (2011), qui s'appuient en principe sur les modèles d'asymétrie d'information, confirment l'existence d'un lien entre le financement en espèces et la valorisation de l'acquéreuse. Cette relation est positive puisque le choix de ce mode de paiement garantit à l'acquéreur une performance significative sur le court terme. Travlos (1987) dont l'étude a porté sur des sociétés américaines, cherchait à expliquer le lien entre la méthode de paiement et la création de valeur chez l'acquéreuse. Son échantillon est composé de fusions-acquisitions financées en cash, d'autre part échange d'actions et le reste par la combinaison des deux modes. Autour de la date d'annonce, Travlos (1987) a déduit que le paiement en cash profitait plus à l'acquéreur comparé aux deux autres modes (une rentabilité anormale moyenne de -1.60% pour le financement par échange d'actions versus -0.13% pour le cash). L'étude d'Ark et al. (2015) qui s'intéresse à la réaction des rendements boursiers des entreprises cibles lors des fusions-acquisitions dans vingt marchés émergents pour un

échantillon de 1 648 F&A entre 1997 et 2013, montre que les annonces de fusions-acquisitions entraînent un rendement anormal moyen de 5,17 % pour les actions des entreprises cibles dans une fenêtre d'événement de trois jours. De plus, les régressions transversales visant à expliquer la variation des rendements anormaux révèlent que la taille relative et la part en pourcentage de l'entreprise cible recherchée, ainsi que les F&A réglées en espèces, sont également corrélées positivement aux rendements anormaux. Par ailleurs, Les réflexions conduites autour du financement par échange d'actions et la création de valeur chez l'acquéreur nous permettent de relever deux cas de figure selon lesquelles cette option de paiement peut être retenue. D'une part, le rapprochement avec une cible de grande taille coûtera énormément à l'acquéreuse au cas où elle opte pour le cash, tandis que le paiement par échange d'actions l'épargnera des conséquences de l'endettement ou de la levée de fonds. À cet égard, il convient de citer l'étude de Faccio et al. (2005) qui montre que le nombre d'opérations financées par échange de titres dépassera largement celui des transactions réglées en espèces dans le cas de sociétés cibles de taille importante. D'autre part, l'asymétrie informationnelle qui puisse exister entre l'acquéreuse et la cible est compensable par le paiement par actions. En effet, la complexité de l'évaluation de la cible risque de mettre l'acquéreur dans une situation critique. Partant de là, cette dernière doit penser à réduire le coût qu'elle allait supporter en le partageant avec sa cible par le biais d'un échange de titres.

Quant aux déterminants de création de valeur liés aux caractéristiques de l'acquéreuse, on trouve entre autres la structure de propriété et de gouvernance, l'endettement et le free cash-flow et la part de propriété de l'absorbante dans le capital de la cible. À titre d'illustration, la participation de la société acquéreuse dans le capital de la cible est révélatrice de plusieurs informations concernant le déroulement de l'opération et par conséquent la création de richesse pour les actionnaires de l'acquéreuse. En effet, qui dit participation dans le capital dit droits de vote. Ce dernier point peut constituer un avantage pour l'acquéreuse puisqu'elle l'utilisera, d'une part, pour renforcer les liens avec les actionnaires de sa cible, d'autre part, pour garantir une place au sein du conseil d'administration. En outre, cette participation l'aidera à estimer le coût de la transaction et celui de la collecte d'informations nécessaires à la réalisation du rapprochement. Selon Taher Hamza (1993), quand la société acquéreuse détient des participations dans sa future cible, la réaction du marché sera naturellement positive dans la mesure où une telle information vient mettre la lumière sur les motivations de l'acquéreuse au sujet du regroupement. De plus, quand la cible et l'acquéreuse appartiennent au même secteur d'activité ou bien leurs métiers sont complémentaires, leur complicité se renforce et les chances d'une coopération réussie augmentent. Somme toute, la participation préalable de l'acquéreur dans le capital de sa future cible lui permet d'avoir une longueur d'avance sur quelques aspects du regroupement tels que les coûts et le nombre de titres.

Enfin, pour ce qui est des déterminants liés aux caractéristiques de la cible, on peut citer le ratio Book-to-market souvent utilisé pour formuler un avis sur la valeur d'un titre. En effet, dans un contexte de fusions-acquisitions, l'acquéreur utilise ce ratio pour savoir si la société qu'il vise est surévaluée ou sous-évaluée par le marché. Un book-to-market supérieur à 1 signifie que la cible est sous-évaluée, et inversement. Dans ce sens, les cibles ayant un book-to-market élevé présentent de faibles opportunités de croissance. Selon Fama et French (1992), ce ratio a un avantage informationnel puisqu'il nous renseigne sur la performance future. D'après Davidson et Cheng (1997), le potentiel de création de valeur d'une cible avec un book-to-market faible est supérieur à celui d'une cible sous-évaluée (book-to-market élevé). Bien qu'elle soit perçue comme opportunité d'investissement par l'initiatrice, la cible sous-évaluée est loin d'être créatrice de richesse pour les actionnaires de l'acquéreuse. De surcroît, parmi les déterminants liés aux caractéristiques de la cible, on trouve également sa composition actionnariale et son statut. La question relative à la concentration de propriété se pose aussi bien chez l'acquéreuse que chez la cible. Les réflexions conduites autour de la structure du capital de la cible et son

impact sur la création de valeur chez l'acquéreur ont fait l'objet de plusieurs études. En effet, les acquéreurs ont tendance à viser les entreprises à actionnariat dispersé, dont le pouvoir de contrôle est fragmenté entre plusieurs actionnaires. De ce fait, on constate que l'actionnariat dispersé est privilégié, aux yeux des acquéreurs, comparés à l'actionnariat concentré.

Par ailleurs, la recherche sur le sujet de la performance de l'acquéreur s'est étendue vers d'autres pistes de réflexion à savoir l'influence du statut de la cible sur le processus de création de valeur chez l'initiateur. Il semble bien établi dans la littérature que les résultats diffèrent d'une étude à l'autre en raison du statut coté ou non coté de la cible. D'abord, sur la base de la théorie du portefeuille, Hansen et al. (1987) montrent que les actionnaires de l'acquéreur dont le portefeuille est diversifié sont moins sensibles aux rendements négatifs que peut subir leur firme dans le cadre des fusions-acquisitions. En effet, ce qui compte le plus pour les actionnaires de l'acquéreur c'est la rentabilité totale générée par l'opération. Selon ces auteurs, du moment que ces actionnaires détiennent des parts de propriété et dans le capital de l'acquéreur et dans celui de la cible, l'impact d'un rendement négatif sera amorti grâce à cette diversification. Il est à noter que cette option de portefeuille diversifié n'est valable que dans le cas d'une cible ayant un statut public. Face aux cibles dites privées, avec un capital concentré, les acquéreurs réagissent différemment pour éviter toute destruction de valeur. Dans ce sens, l'acquéreuse ne réalisera une fusion-acquisition qu'après avoir vérifié toutes les hypothèses et garantir des gains à ses actionnaires. En nous référant aux études antérieures, nous constatons que les sociétés qui visent des cibles privées (non cotées) affichent des rendements anormaux positifs. À l'appui de ce que nous avons présenté et compte tenu des spécificités des fusions-acquisitions marocaines, nous proposons pour le cas du Maroc les déterminants de création de valeur infra:

Tableau 1 : Les déterminants de création de valeur des fusions-acquisitions marocaine.

Déterminants intrinsèques / extrinsèques	Justification du choix
La composition actionnariale de la cible	Les fusions-acquisitions marocaines sont opérées entre sociétés cotées et non cotées d'où l'importance d'analyser l'impact de la structure du capital de la cible et le pouvoir de contrôle de ses actionnaires sur la création de richesse chez l'initiatrice.
Ratio Book-to- market	Ce ratio procure à l'initiatrice un avantage informationnel sur la valeur de la cible.
La part de propriété de l'acquéreur dans le capital de la cible	Une bonne partie des fusions-acquisitions marocaines est réalisée entre les sociétés mères et leurs filiales.
La structure de propriété	La présence de l'actionnariat institutionnel.
Le caractère de l'opération	Généralement, les fusions-acquisitions marocaines résulte d'offres amicales.
La proximité des activités	La majorité des fusions-acquisitions réalisées au Maroc sont entre firmes ayant des activités similaires.
Le mode de financement	L'importance du signal émis par l'acquéreuse à travers le choix de la méthode paiement.

Source : Auteur.

À l'appui de la revue de littérature et des études empiriques préalablement présentées, nous avons formulé l'hypothèse infra que nous tentons de vérifier : **H1 : Les fusions-absorptions sont moins créatrices de valeur pour les actionnaires de la société absorbante.**

3. Méthodologie de recherche

L'objectif principal de ce travail de recherche est d'étudier la réaction du marché marocain à l'annonce d'une fusion-absorption et la répercussion de celle-ci sur la création de valeur chez l'absorbante. Notre analyse s'effectuera sur deux niveaux, à savoir une analyse du marché dans sa globalité et une analyse sectorielle. Le but étant d'établir une comparaison entre la réaction du secteur et celle du marché.

3.1. Terrain et données de l'étude

Notre périmètre d'étude et d'observation se limite aux opérations de fusion entérinées dans le contexte maroco-marocain. En effet, nous avons recueilli les cas de fusion de sociétés marocaines, tant absorbantes qu'absorbées, selon deux dispositifs différents. Les filiales marocaines (absorbantes et absorbées) de sociétés multinationales devant entériner la fusion au Maroc en prolongement de la fusion des sociétés-mères étrangères, et les entreprises de droit marocain, sans dépendance étrangère aucune, ayant opté pour un rapprochement capitalistique au moyen d'une fusion. Notre étude porte sur les opérations de fusion-absorption au Maroc intervenues entre 2010 et 2017. En raison du caractère inaccoutumé de la pratique de fusion, nous avons obtenu un échantillon réduit de 9 opérations. Il est à noter que nous avons retenu la totalité des opérations de fusion-absorption réalisées entre 2010 et 2017 dans le respect de nos critères de sélection, à savoir :

- Les fusions devaient être achevées ;
- Les entreprises absorbantes et absorbées de droit marocain et/ ou filiales marocaines de sociétés multinationales ;
- Les absorbantes devaient être cotées à la bourse de Casablanca.

Notre échantillon est composé de sociétés appartenant à différents secteurs d'activités comme vous pouvez le constater dans le tableau infra :

Tableau 2 : répartition de l'échantillon de l'étude

Absorbantes	Absorbées	Secteur d'activité
Cosumar	Sucrafor SA	Agroalimentaire et production
Unimer	Conserveries nord Africaines La Monegasque Vanelli Maroc	Agroalimentaire et production
Lafarge ciments	Holcim Maroc	Bâtiment et matériaux de construction
LafargeHolcim Maroc	Lafarge cementos	Bâtiment et matériaux de construction
Holcim Maroc	Holcim AOZ SA	Bâtiment et matériaux de construction
Société des boissons du Maroc	Brasseries du nord marocain	Boissons
BCP	Banque populaire de Casablanca	Banques
BMCI	BMCI crédit conso	Banques

Source : Auteur.

3.2. Modèle de recherche

Le choix d'un modèle économique ou statistique est incontournable pour le calcul des rendements anormaux. Dans notre cas, nous avons choisi le modèle de Sharpe (modèle de marché). Il convient

de préciser que ce modèle met en relation le rendement du titre et celui du marché selon la formule suivante : $R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$.

Notre modèle présente une variable dépendante de celle des rendements anormaux cumulés calculés autour de la date d'annonce (- 15j,+ 15j). L'objectif étant de savoir si l'opération donnera lieu à une création ou destruction de valeur à travers l'analyse de la réaction des cours. Quant aux variables indépendantes, celles-ci sont relatives à l'asymétrie d'information.

3.3. Traitement des données

Le recours au modèle de marché a pour objectif de calculer le rendement théorique qui est calculé à partir de la période d'estimation. De plus, les deux paramètres du modèle α et β ont été estimés pour chaque titre selon la méthode des moindres carrées ordinaires. Dans un premier temps nous avons calculé le rendement observé R_i . Par la suite, le rendement du marché a été estimé de la même

manière que le rendement du titre Rit. Primo, pour l'analyse globale, à partir de l'indice du marché MASI. Secundo, pour l'analyse sectorielle à partir d'indices sectoriels en fonction du secteur auquel appartiennent l'absorbante et l'absorbée. Ainsi, l'étape suivante était l'estimation des paramètres α et β . Après avoir obtenu le rendement théorique, il convient de calculer le rendement anormal journalier pour chaque titre. Afin de vérifier la significativité statistique des rendements anormaux, il est nécessaire de passer par des tests de robustesse de type paramétrique et/ ou non paramétrique. De ce fait, nous avons calculé les RAM pour l'ensemble des titres composant l'échantillon et ce à partir de la fenêtre d'estimation.

Afin de répondre à l'objectif de notre travail de recherche, nous avons fait appel à la méthode des études d'événements et au logiciel SPSS. Le choix de cette méthode émane de sa capacité à mesurer un événement quelconque sur la création de valeur chez les firmes. L'utilisation de cet outil statistique exige avant tout la définition de l'événement à étudier. Dans notre cas, il s'agit de l'annonce des opérations de fusion-absorption. La détermination de la date d'annonce reste tout de même une tâche complexe. Dans notre cas, nous avons utilisé les dates mentionnées sur les notes d'information relative à chaque opération. Quant à la période d'événement, celle-ci a été fixée à 31 jours, soit 15 jours avant la date d'annonce et 15 jours après. Le choix d'une fenêtre réduite s'explique par une volonté de cerner l'impact de l'annonce. Pour ce qui est de la période d'estimation, celle-ci doit être antérieure à la fenêtre d'événement. L'objectif étant de calculer un rendement net de toute influence appelé rendement théorique. Cette période, hors événement, permet d'obtenir les rendements théoriques journaliers de chaque entreprise. L'obtention de ces derniers nécessite l'utilisation de modèles statistiques ou économiques, dans notre cas le modèle de marché. Ainsi, notre période d'estimation est fixée à 90 jours à compter de la limite inférieure de la période d'événement.

Une fois les rendements théoriques calculés, il s'agit ensuite de calculer les rendements anormaux journaliers de chaque société. L'objectif de ce calcul est d'identifier la part journalière de la valeur de l'entreprise due à l'événement étudié. Avant de passer à la vérification de la significativité statistique de ces rentabilités, il est nécessaire de calculer les RAM qui correspondent à la moyenne des rendements anormaux de tous les titres et/ou les RAMC qui ne sont autres que les rendements anormaux moyens cumulés. Pour ce qui est de notre étude empirique, les détails de ces calculs seront présentés ultérieurement.

4. Résultats et discussion

Afin de vérifier la cohérence de nos résultats avec l'hypothèse de départ, nous avons procédé au calcul des rendements anormaux sur deux niveaux, une analyse basée sur l'indice du marché et une autre sur les indices sectoriels.

➤ Analyse sectorielle

À partir du modèle de marché, nous avons calculé les rendements anormaux pour chaque titre. Ainsi, pour les 9 opérations, nous avons obtenu une RAMC post annonce - pour les absorbants 15 jours après l'annonce- de l'ordre de +1,91%, tandis que la période préannonce - 15 jours avant l'annonce- affiche d'une RAMC de +0,22%. En réduisant la période d'observation à 5 jours autour de la date d'annonce (-2, +2) on obtient une RAMC de +1,71%. Les résultats obtenus montrent que la réaction moyenne des secteurs pour l'ensemble des titres est positive à l'égard de l'annonce des fusions. En comparant les RAMC sur les deux périodes de la fenêtre d'événement, on remarque une légère augmentation en termes de rentabilité. Les rentabilités anormales moyennes de l'ensemble des titres sont rapportées dans le tableau ci-dessous.

➤ Analyse générale (Indice de marché)

De manière semblable à l'analyse sectorielle, nous avons obtenu, sur une fenêtre d'événement de (-15, +15) les RAMC suivantes : -0,15% pour les 15 jours qui précèdent l'annonce versus

+5,28% pour les 15 jours qui suivent. Sur un intervalle plus réduit de (-2, +2), la RAMC est de + 2,55%. Sur la base de ces résultats, nous remarquons que le marché a réagi positivement à l'annonce des fusions. Bien que les RAMC soient favorables, leur significativité statistique reste à confirmer. Le tableau infra présente les RAM de l'ensemble des titres, calculés à partir de l'indice MASI.

Tableau 3 : Analyse RAM

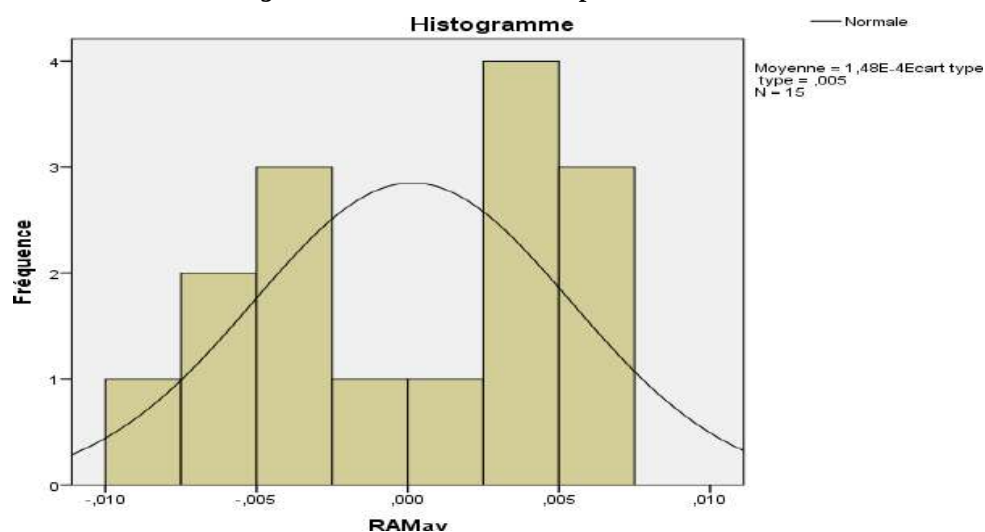
Préannonce	RAM	Annonce	Post-annonce	RAM
-1	-0,00898	-0,00424	1	0,00767
-2	0,00511		2	0,02599
-3	0,00297		3	-0,00383
-4	-0,00525		4	-0,00338
-5	-0,00776		5	-0,00957
-6	-0,00193		6	-0,00826
-7	-0,00593		7	-0,00072
-8	-0,00014		8	0,01268
-9	0,01375		9	0,00906
-10	-0,00624		10	0,00995
-11	-0,00503		11	0,00260
-12	0,00457		12	0,00784
-13	0,00429		13	0,01429
-14	0,00393		14	-0,00316
-15	0,00511		15	-0,00833

Source : Auteur.

En vue de tester la significativité statistique des RAM, nous avons opté pour une combinaison de tests paramétriques et non paramétriques. Après avoir confirmé la normalité de la distribution à l'aide du test de Shapiro-Wilk, nous avons appliqué le test T de student en coupe instantanée comme test paramétrique et le test des rangs de Wilcoxon comme test non paramétrique. Le choix de ces tests n'émane pas du hasard, mais des contraintes que présente notre échantillon (petite taille). Lesdits tests ont été appliqués et pour l'analyse sectorielle et pour l'analyse du marché dans sa globalité.

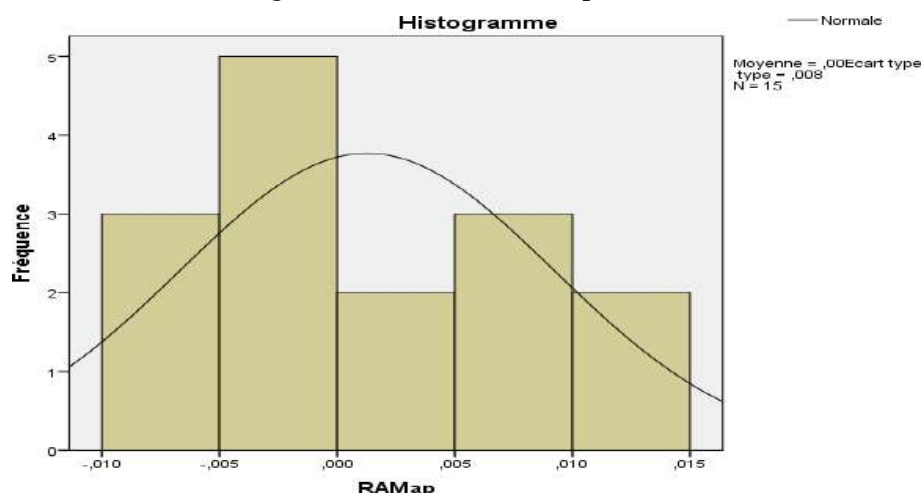
➤ L'analyse sectorielle

Figure 3 : Normalité des RAM préannonce



Source : Auteur.

Figure 4: Normalité des RAM post-annonce



Source : Auteur.

Après approbation de la normalité des données est approuvée, nous passons à l'application du test paramétrique. Rappelons que nous avons utilisé le test t de Student pour échantillons appariés puisque la variable est la même (RAM), la seule différence réside dans les conditions (comparaison entre les RAM avant et après l'annonce de fusion). À travers ce test, nous cherchons à répondre à la question suivante : est-ce que l'annonce de fusion affecte-t-elle les rendements des titres ? Ainsi, l'hypothèse nulle stipule que l'événement n'impacte pas la rentabilité des titres $RAM = 0$ (absence de rentabilités anormales), tandis que l'hypothèse alternative prévoit le contraire $RAM \neq 0$. Les résultats du test se présentent comme suit :

Tableau 4 : Test T de Student à (n-1) degré de liberté

	Différences appariées				
	Moyenne	Ecart type	Moyenne erreur standard	Intervalle de confiance de la différence à 95 %	
				Inférieur	Supérieur
RAMav – RAMap	-0,00113	0,00811	0,00209	-0,00562	0,00337
	T		Ddl	Sig (bilatérale)	
RAMav – RAMap	-0,537		14	0,600	

Source : Auteur.

Compte tenu des résultats du Test T de Student à (n-1) degré de liberté, nous remarquons que la p-value qui est de l'ordre de 0,6 dépasse largement le seuil de référence 5%. Il en ressort clairement que les RAM sont statistiquement non-significatifs. C'est à l'appui de ces résultats que nous retenons l'hypothèse nulle (le secteur ne réagit pas à l'annonce) et rejetons l'hypothèse alternative (le secteur réagit à l'annonce de la fusion). Pour ce qui est de la date t_0 (date d'annonce), la mesure de l'impact de l'annonce a été faite selon la formule suivante: $t = \frac{RAM_t}{\sigma(RAM_t)}$.

Afin d'asseoir ces constats, nous avons mobilisé un second test, cette fois-ci de type non paramétrique. Compte tenu de la taille de notre échantillon, nous avons choisi le test des rangs de Wilcoxon. Il est à noter que les résultats du test de Wilcoxon sont identiques à ceux du test paramétrique de Student.

Tableau 5 : Statistiques du test

	RAM ap – RAM av
Z	-0,398 ^b
Sig. asymptotique (bilatérale)	0,691

b. Basée sur les rangs négatifs

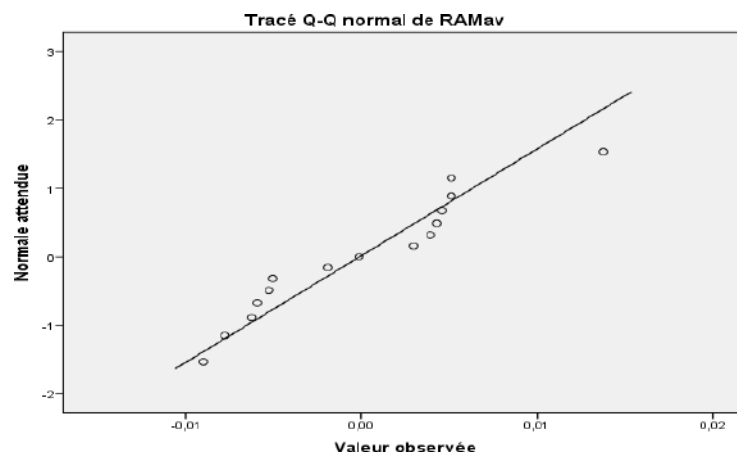
Source : Auteur.

En effet, la valeur de significativité 0,691 est supérieure au seuil de 5%. Ceci implique le rejet de l'hypothèse alternative et par conséquent la validation de l'hypothèse nulle. Bien que les rentabilités anormales cumulées moyennes pour l'ensemble de l'échantillon aient connu une légère hausse les jours qui suivent l'annonce de fusion, leur significativité statistique n'a pas été vérifiée au seuil de 5%. Somme toute, l'analyse sectorielle a abouti à des résultats qui vont dans le même sens que ceux des études antérieures montrant que l'annonce des fusions-acquisitions ne crée pas de richesse pour les actionnaires des acquéreuses.

➤ **L'analyse générale (basée sur l'indice de marché)**

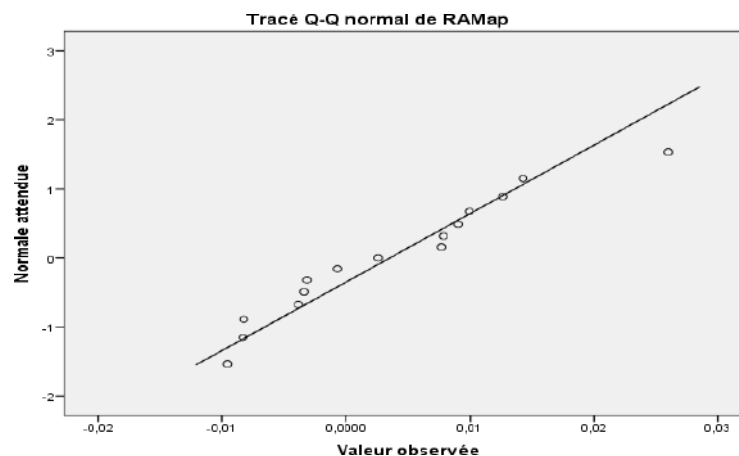
Dans un premier temps, nous avons testé la normalité de la distribution des variables à l'aide du test de Shapiro-Wilk.

Figure 5 : Normalité des RAM préannonce



Source : Auteur.

Figure 6 : Normalité des RAM post-annonce



Source : Auteur.

À l'appui de ses résultats, nous constatons que les RAM suivent une loi normale (les valeurs de significativité sont supérieures au seuil de 0,05). Après avoir confirmé la normalité de la distribution, nous avons appliqué le test t de Student pour comparer les RAM pré et post-annonce.

Tableau 6 : Test t de Student à (n-1) degré de liberté

	T	Ddl	Sig (bilatéral)
RAMav-RAMap	-1,286	14	0,219

Source : Auteur.

La p-value qui est de l'ordre de 0,219 est supérieure au seuil de significativité de 5%. Ces résultats permettent de confirmer l'hypothèse nulle et d'infirmer l'hypothèse alternative. Il en ressort que le marché marocain ne réagit pas à l'annonce de la fusion. Pour ce qui est du jour de l'annonce (t_0), nous avons utilisé la même formule présentée précédemment. Pareillement à l'analyse sectorielle, nous avons fait appel au test de Wilcoxon. D'abord, nous avons calculé les sommes des rangs positifs et négatifs séparément après avoir classé les variables par ordre croissant. Par la suite nous avons calculé la statistique z sur la base des rangs négatifs.

Tableau 7 : Statistique du test

	RAMap – RAMav
Z	-1,306
Sig. asymptotique (bilatérale)	0,191

Source : Auteur.

Les résultats du test montrent que les rendements anormaux sont statistiquement non significatifs. La valeur de significativité (0,191) dépasse largement le seuil de 5%. De ce fait, il convient de retenir l'hypothèse nulle qui stipule que le marché marocain ne réagit pas à l'annonce et de rejeter l'hypothèse alternative qui prévoit le contraire.

➤ **Discussion des résultats**

Les deux analyses, que ce soit celle basée sur les indices sectoriels ou celle basée sur l'indice de marché, ont parvenu aux mêmes résultats (rentabilités anormales statistiquement non significatives). Ainsi, nous constatons que nos résultats sont en concordance avec ceux de la littérature. Notre étude empirique rejoint les travaux de recherche ayant défendu l'hypothèse d'absence de création de valeur chez les absorbantes. En dépit des rentabilités positives réalisées autour de la date d'annonce, celle-ci restent très faibles pour enrichir les actionnaires des absorbantes. Partant de là, nous constatons que les fusions sont moins créatrices de valeur pour les absorbantes. A vu de ce constat, nous validons la réalité de notre hypothèse de départ. Notre hypothèse étant confirmée, l'étude démontre que sur le court terme (autour de la date d'annonce), les fusions-absorptions sont moins profitables aux actionnaires des sociétés absorbantes. En effet, la méthode des études d'événements que nous avons mobilisée est étroitement liée à la théorie de l'efficience informationnelle des marchés financiers. La performance des fusions-acquisitions dépend non seulement de l'événement en tant que tel, mais aussi d'une multitude d'éléments en lien avec les caractéristiques de la cible, de l'initiatrice et de l'opération. De plus, dans le cadre de notre étude, le cadrage théorique du phénomène des fusions-acquisitions a abouti à l'identification de deux principales théories sous-jacentes à savoir la théorie des signaux et la théorie d'agence. En effet, l'annonce d'une opération de fusion- acquisition implique une réaction du marché (surévaluation ou sous-évaluation des entreprises fusionnées). Ceci dit, le fait que cette réaction soit positive ou négative dépendra non seulement de la nature de l'opération annoncée, mais aussi de son caractère, du mode de paiement et des caractéristiques des entités fusionnées. Il en découle que la réaction du marché suite à l'annonce d'un tel événement est susceptible d'orienter l'opération vers la création ou la destruction de richesse actionnariale. Les justifications théoriques proposées par la théorie d'agence sont basées essentiellement sur la relation entre actionnaires et dirigeants. Cette relation a un impact sur la performance de l'entreprise et par conséquent sur le processus de création de valeur dans le cadre d'une fusion-acquisition.

Il nous faut par ailleurs ajouter que cette faible réaction du marché vis-à-vis de l'annonce de fusion peut s'expliquer par les problèmes d'asymétrie informationnelle. Les investisseurs ne sont pas tous informés équitablement dans la mesure où les cours ne s'ajustent pas instantanément à l'ensemble des informations (privées et publiques). Sous la forme semi-forte, les informations privées ne sont pas mises à disposition de tous les acteurs du marché, seuls

ceux qui ont eu le privilège de les détenir réaliseront des profits anormaux. Dans ce sens, nous arrivons à la conclusion que le contenu informatif de l'événement joue un rôle primordial dans la réaction du marché.

5. Conclusion

L'objectif de notre étude est de comprendre le phénomène des fusions-acquisitions dans le contexte marocain à partir d'une démarche quantitative. Ce travail s'intéresse principalement à l'analyse de la réaction du marché suite à l'annonce d'une fusion-absorption. La première partie concerne le volet théorique tandis que la seconde représente l'étude empirique. Nos contributions sont de nature théorique et méthodologique. Sur le plan théorique, nous avons apporté une explication supplémentaire au phénomène des fusions-acquisitions, adaptée au contexte Maroc-Marocain à travers la présentation de l'historique de ces manœuvres stratégiques au Maroc d'une part, et du développement du marché financier marocain de l'autre. Sur le plan méthodologique, notre démarche quantitative basée sur des cas de fusions d'absorptions marocaines vient compléter les résultats des études réalisées dans les pays pionniers en matière de fusion-acquisition. Bien que le nombre de ces opérations soit limité au Maroc comparé à d'autres pays, les résultats de notre recherche empirique s'accordent avec ceux des études antérieures. À l'instar des autres études, notre travail présente quelques limites d'ordre méthodologique. Elles concernent principalement la taille de notre échantillon d'une part et le périmètre d'étude de l'autre (recherche orientée vers la performance boursière). Néanmoins, ce travail reste, à notre connaissance, le premier qui s'est intéressé à l'évaluation de la performance boursière des fusions-absorptions au Maroc. Enfin, nous avons déduit qu'il y'a encore des questionnements insuffisamment développés. Ces questionnements concernent particulièrement les hypothèses sur la performance des fusions-acquisitions. Il serait donc intéressant de creuser davantage ce sujet et de s'intéresser à d'autres aspects de la performance. La communauté scientifique marocaine pourra ainsi se référer à notre étude pour explorer de nouvelles pistes et produire de nouveaux travaux sur un phénomène qui se développe de plus en plus au Maroc.

Références

- (1). Agrawal, A., Jaffe, J. F., Mandelker, G. N. (1992). The post-merger performance of acquiring firms: A re-examination of an anomaly. *The Journal of Finance*, (Vol. 47), n°4, pp. 1605-1621.
- (2). Arik, E., & Kutun, A. M. (2015). Do Mergers and Acquisitions Create Wealth Effects? Evidence from Twenty Emerging Markets. *Eastern European Economics*, 53(6), 529–550.
- (3). Ben Amar, W., Boujenoui, A., Francoeur, C., (2011). CEO Attributes, Board Composition and Acquirer Value Creation: A Canadian Study. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, DOI: 10.1002/CJAS.223.
- (4). countries: acquirers and targets", *Emerging Markets Review*, Vol. 32, pp. 190-199
- (5). countries: acquirers and targets", *Emerging Markets Review*, Vol. 32, pp. 190-199
- (6). countries: acquirers and targets", *Emerging Markets Review*, Vol. 32, pp. 190-199
- (7). Davidson III, W. N., & Cheng, L. T. (1997). Target firm returns: does the form of payment affect abnormal returns?. *Journal of Business Finance & Accounting*, 24(3), 465-479.
- (8). Faccio, M., Masulis, R.W., (2005). The choice of payment method in European mergers and acquisitions. *Journal of Finance*, (vol. 60), issue 3, June, pp.1345-1388.
- (9). Fama E.F., French K., (1992). The cross-section of expected stock returns. *Journal of Finance*, (vol. 47), pp. 427–466

- (10). Hamza, T. R. (1993). Les déterminants du succès des prises de contrôle hostiles: étude théorique et empirique sur le marché français (Doctoral dissertation, Grenoble 2).
- (11). Hansen, G., (1987). A Theory of Choice of Exchange Medium in Mergers and Acquisitions *Journal of Business*, (Vol. 60), pp. 75-95.
- (12). Healy, P., M., Palepu K., Ruback R., (1992). Does Corporate Performance Improve After Mergers? *Journal of Financial Economics*, (vol. 31), pp. 135-175.
- (13). Jennings R.H., Mazzeo M.A., (1991). Stock price movements around acquisition announcements. *Journal of Business*, (vol. 64), no. 2, pp. 139–164.
- (14). Jensen, C., Ruback, R.S., (1983). The market for Corporate Control: The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics*, (vol. 11), pp. 5-50.
- (15). Kettenbach, J., & Scherpenstein, M. (2022). Value Creation in Mergers and Acquisitions.
- (16). Kinader, H., Fabich, M. and Wagner, N. (2017), “Domestic mergers and acquisitions in BRICS
- (17). Kinader, H., Fabich, M. and Wagner, N. (2017), “Domestic mergers and acquisitions in BRICS
- (18). Kinader, H., Fabich, M. and Wagner, N. (2017), “Domestic mergers and acquisitions in BRICS
- (19). Kinader, H., Fabich, M., Wagner, N., (2017). Domestic mergers and acquisitions in BRICS countries: Acquirers and targets, *Emerging Markets Review*, Vol. 32, pp 190-199.
- (20). Laamanen, T., Brauer, M., Junna, O., (2014). Performance of Acquirers of Divested Assets: Evidence from the U.S Software Industry. *Strategic Management Journal*, 35, pp. 914-925.
- (21). Mateev, M. (2017). Is the M&A announcement effect different across Europe? More evidences from continental Europe and the UK. *Research in International Business and Finance*. 40(C), pp. 190-216.
- (22). Moeller, S., Schlingemann, F., Stulz, R., (2005). Wealth Destruction on A Massive Scale. A Study of Acquiring-Firm Returns in the Recent Merger Wave. *Journal of Finance*. (Vol. 60), pp. 757-782.
- (23). Reddy, Dr & Qamar, Muhammad & Yahanpath, Noel. (2019). Do Mergers and Acquisitions Create Value? The Post-M&A Performance of Acquiring Firms in China and India. *Studies in Economics and Finance*. 36. 240-264. 10.1108/SEF-01-2018-0027.
- (24). Shaheen, I. (2006). Stock market reaction to acquisition announcements using an event study approach. Undergraduate Honors Thesis.
- (25). Travlos, NG., (1987). Offres publiques d'achat, méthodes de paiement et rendements des actions des entreprises soumissionnaires. *Le Journal des Finances*, (Vol. 42) ,pp. 943-963.
- (26). Yaghoubi, Reza & Yaghoubi, Mona & Locke, Stuart & Gibb, Jenny. (2016). Mergers and acquisitions: a review. Part 1. *Studies in Economics and Finance*. 33. 147-188.