



Performance des Fusions-acquisitions et Qualité des Institutions dans la Région MENA

Mohammed IBRAHIMI, Mohammed AMINE, Abdellatif TAGHZOUTI

RÉSUMÉ

A travers une analyse de la performance des fusions-acquisitions (F&A) dans la région MENA ainsi que sa relation avec les caractéristiques de ces opérations et la qualité des institutions, nous constatons que les F&A créent de la valeur uniquement pour l'acquéreur, et que la valeur de l'acquéreur est impactée positivement par les fusions, le statut de la cible, et la qualité des institutions, et négativement par l'expérience en F&A, et celle de la cible est impactée négativement par la taille de la transaction et le niveau de contrôle de la corruption.

Mots-clés : fusions, acquisitions, création de valeur, qualité des institutions, MENA.

Cet article a été accepté pour publication et a fait l'objet d'une évaluation complète par les pairs, mais il n'a pas été soumis au processus d'édition, de mise en page et de relecture, ce qui peut entraîner des différences entre cette version et la version publiée. Veuillez citer cet article comme suit

This article has been accepted for publication and undergone full peer review but has not been through the copyediting, typesetting, pagination and proofreading process which may lead to differences between this version and the Version of Record. Please cite this article as :

Este artículo fue aceptado para publicación y sometido a una revisión completa por parte de pares, pero aún no ha pasado por el proceso de edición, maquetación, paginación y corrección de pruebas lo cual podría dar lugar a diferencias entre esta versión y la versión publicada. Por favor, cite este artículo de la siguiente manera

Mohammed IBRAHIMI

ENCG Casablanca, Hassan II University of Casablanca

moham.ibrahimi@gmail.com

Mohammed AMINE

ENCG Casablanca, Université Hassan 2 de Casablanca

mohamed.amine-etu@etu.univh2c.ma

Abdellatif TAGHZOUTI

ENCG Fès, Université Sidi Mohamed Ben Abdellah

Abdellatif.taghzouti@usmba.ac.ma

RÉSUMÉ

A travers une analyse de la performance des fusions-acquisitions (F&A) dans la région MENA ainsi que sa relation avec les caractéristiques de ces opérations et la qualité des institutions, nous constatons que les F&A créent de la valeur uniquement pour l'acquéreur, et que la valeur de l'acquéreur est impactée positivement par les fusions, le statut de la cible, et la qualité des institutions, et négativement par l'expérience en F&A, et celle de la cible est impactée négativement par la taille de la transaction et le niveau de contrôle de la corruption.

Mots-clés : fusions, acquisitions, création de valeur, qualité des institutions, MENA.

Performance of Mergers and Acquisitions and Quality of Institutions in the MENA Region

ABSTRACT

By analyzing the performance of mergers and acquisitions (M&A) in the MENA region, and its relationship with the characteristics of these operations and the quality of institutions, we find that M&A create value only for the acquirer. The acquirer's value is positively influenced by mergers, the target's status, and the quality of institutions, but negatively impacted by M&A experience. Additionally, the target's value is negatively affected by the size of the transaction and the level of control of corruption.

Keywords : mergers, acquisitions, value creation, quality of institutions, MENA.

Article accepté



Desempeño de las Fusiones y Adquisiciones y Calidad de las Instituciones en la Región MENA

RESUMEN

Al analizar el desempeño de las fusiones y adquisiciones (F&A) en la región MENA, y su relación con las características de estas operaciones y la calidad de las instituciones, encontramos que las F&A crean valor solo para el adquirente. El valor del adquirente se ve influenciado positivamente por las fusiones, el estado de la empresa objetivo y la calidad de las instituciones, pero se ve impactado negativamente por la experiencia en F&A. Adicionalmente, el valor de la empresa objetivo se ve afectado negativamente por el tamaño de la transacción y el nivel de control de la corrupción.

Palabras clave : fusiones, adquisiciones, creación de valor, calidad de las instituciones, MENA.

Article accepté

Introduction

Selon Thomson Reuters (2018), les flux entrants en fusions-acquisitions (F&A) dans la région MENA (Moyen-Orient et Afrique du Nord) ont enregistré leur plus haut niveau en 11 ans. Plusieurs facteurs ont contribué à cette amélioration comme la remontée des cours du pétrole et les réformes politiques et juridiques engagées suite au printemps arabe. Ces facteurs ont renforcé la capacité de la région à attirer des investissements via une intensification des activités de F&A, indiquant un environnement macroéconomique, financier et politique amélioré (Mergermarket, 2018). Ce constat explique la valeur totale des F&A annoncées en 2021 dans la région MENA qui a atteint 100 milliards de dollars (Refinitiv, 2021)

Cependant, les indicateurs de gouvernance de la Banque mondiale montrent des faiblesses dans la qualité réglementaire et le contrôle de la corruption dans la région MENA¹ qui se caractérise par une relative absence des agences de contrôle, des cours des comptes et des agences anticorruption (Awartani et al., 2016). Un environnement institutionnel faible aurait forcément un impact négatif sur le climat des affaires parce que la qualité des institutions est vitale pour la croissance économique et constitue une condition nécessaire pour le succès des économies de marché (Kaufmann et al., 2005). En effet, la qualité des institutions, telle que mesurée par la qualité de la réglementation, le contrôle de la corruption et la stabilité politique, est un indicateur fort qui peut influencer facilement les marchés financiers ainsi que la performance et le processus des F&A (Jory & Ngo, 2011). Dans ce sens, la création de valeur² dans un contexte d'économie en émergence³ ne s'explique pas seulement par des facteurs économiques, mais également par des facteurs non économiques, notamment par la qualité des institutions.

A notre connaissance, dans la région MENA, les études sur la création de valeur lors des F&A, notamment celles relatives aux déterminants de la création de valeur en lien avec la qualité des institutions, sont quasiment absentes. Donc, cet article s'intéresse à une région unique caractérisée, d'une part, par l'absence d'opérations hostiles⁴ et la prédominance des entreprises familiales (90% du secteur privé⁵) et, d'autre part, par la dépendance extrême aux produits miniers et l'instabilité géopolitique⁶. C'est une région dont la culture institutionnelle fait parfois obstacle à plusieurs accords entre entreprises locales et étrangères à cause des conflits politiques. Cette culture institutionnelle est différente de celle des pays développés où la majorité des théories relatives aux F&A ont été exposées. Afin de mettre à l'épreuve ces théories et de mieux comprendre les F&A dans la région MENA, l'objet de cette étude est de réexaminer la performance des F&A dans cette région unique et d'analyser sa relation avec la qualité des institutions de chaque pays et les caractéristiques de chaque opération.

L'intérêt de notre travail se résume dans quatre points. Premièrement, cette étude cherche à mesurer la création de valeur chez l'acquéreur et chez la cible pour chaque type d'opération, à savoir : fusion, acquisition, domestique et transfrontalier. Deuxièmement, cette étude analyse la relation entre cette création de valeur et la qualité des institutions des pays des acquéreurs et des cibles ainsi que les caractéristiques

¹ Base de données de la Banque mondiale 2018, disponible sur :

<https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=worldwide-governance-indicators>.

² Selon Seth (1990), le concept de création de valeur lors des F&A est synonyme de synergies opérationnelles et financières réalisées suite à l'opération de F&A.

³ Tous les pays du MENA, sauf la Syrie et le Yémen, sont classés « émergents » par le FMI.

⁴ Selon les deux bases de données Bloomberg et Refinitiv.

⁵ International Finance Corporation (2018). Middle East and North Africa Corporate Governance Program. Disponible sur:

https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics_ext_content/ifc_external_corporate_site/ifc+cg/regional_advisory_programs/middle+east+and+north+africa

⁶ World Bank Group (2018). The Arab World Competitiveness Report 2018. Disponible sur :

https://www.arabdevelopmentportal.com/sites/default/files/publication/the_arab_world_competitiveness_report.pdf

des opérations. Troisièmement, cette étude tente de combler le manque de travaux empiriques sur les F&A dans la région MENA en mobilisant un échantillon de 240 transactions entre 2004 et 2018. Quatrièmement, dans une région marquée par la présence d'une culture institutionnelle et managériale différente de celle que l'on trouve dans les pays développés, cette étude se propose de réexaminer un ensemble de théories traitant la performance des F&A, telles que la théorie de la maximisation de la valeur (Manne, 1965), la théorie managériale (Mueller, 1969), le paradigme éclectique OLI (Dunning, 2000) et la théorie institutionnelle (North, 1990). Notre article pourrait aussi intéresser les investisseurs, les gestionnaires de portefeuille, et les différentes parties prenantes impliquées dans les F&A dans la région MENA.

La suite de l'article est organisée comme suit : la deuxième section fournit une revue de littérature sur la création de valeur par les F&A et sa relation avec la qualité des institutions, et propose nos hypothèses. La troisième section décrit les données et la méthodologie utilisée. La quatrième section présente les résultats et les commentaires. La cinquième section aborde la discussion de ces résultats et la dernière section fournit la conclusion.

Revue de littérature et hypothèses

Caractéristiques de l'opération et création de valeur

Acquéreur ou cible

Globalement, les études empiriques suggèrent que les RA (rendements anormaux⁷) des cibles sont plus élevés que ceux des acquéreurs lors de l'annonce de F&A (Lebedev *et al.*, 2015). L'explication de ce constat réside dans le fait que la cible serait mieux gérée et par conséquent plus performante, ou bien que l'acquéreur s'engage dans une opération risquée à cause des problèmes de gestion de la nouvelle entité et des difficultés financières qui seront engendrées par l'acquisition et par la prime payée à la cible. La théorie managériale (Mueller, 1969) fournit aussi une interprétation logique de ce constat en supposant une irrationalité managériale due à un excès de confiance et considère que les F&A peuvent être utilisées par les dirigeants comme un outil pour consolider leurs intérêts personnels au détriment des intérêts des actionnaires.

Campa & Hernando (2004) ont étudié la création de valeur par les F&A européennes en utilisant la méthode d'étude d'événement et ont trouvé que les entreprises cibles réalisent en moyenne un RAC (rendement anormal cumulé) significatif de 9% et que les acquéreurs ne réalisent pas de RAC. Des résultats similaires ont été rapportés par Kinatader *et al.* (2017) qui ont analysé, grâce à l'étude d'évènement, le marché des F&A dans les pays BRICS et ont trouvé que les cibles obtiennent des rendements positifs et significatifs de 1,45% le jour de l'annonce, tandis que les acquéreurs perdent légèrement de la valeur.

Pour les pays de la région MENA, les résultats sur la performance des F&A sont mitigés. Ferchichi & Souam (2015) qui ont analysé le marché tunisien via l'étude d'évènement, ont noté une évolution boursière négative tant pour les acquéreurs que pour les cibles. En étudiant le marché égyptien à l'aide de la méthode d'évènement, Elhakeem & Elgiziry (2016) ont rapporté que les acquéreurs réalisent des RA nuls. Quant à Nadisah & Kamilah (2018), ils ont constaté que les entreprises acquéreuses saoudiennes réalisent des RA positifs. Des résultats similaires ont été rapportés par Tarabay & Hammoud (2017) qui se sont focalisés sur le marché koweïtien et par Ibrahim & Amine (2020) qui ont analysé la performance des acquéreurs impliqués dans les F&A intra-MENA via l'étude d'évènement.

⁷ Un rendement anormal est la différence entre un rendement observé et un rendement normal.

La région MENA abrite plusieurs pays qui ont procédé à des ajustements économiques et réglementaires afin d'attirer le maximum d'IDE (investissements directs étrangers), de sortir des crises populaires et d'éviter ainsi les révoltes. Ces IDE qui ont des retombées positives en termes d'emploi, de production et de transfert de technologie sont considérés comme étant une composante principale des F&A. Selon le rapport de Refinitiv (2021), les opérations de F&A impliquant au moins une entreprise de la région MENA ont bondi de 57% en valeur en 2021 par rapport à 2020 pour une valeur de plus de 100 milliards de dollars et un total de 1141 transactions. Cet engouement des multinationales pour la région MENA peut se justifier par la création de valeur et pour l'acquéreur, et pour la cible. Selon la théorie de maximisation de la valeur (Manne, 1965), les F&A sont des opérations créatrices de valeur pour les entreprises impliquées. A ce titre, des auteurs, tels que Bhagat et al., (2004), Jensen (1993) et Martin & McConnell (1991) constatent que les opérations de F&A sont créatrices de richesse pour l'acquéreur et l'acquis.

H1.1 : Les annonces de F&A dans la région MENA génèrent des RA positifs et significatifs pour les sociétés acquéreuses et cibles.

Selon la théorie managériale (Mueller, 1969), la création de valeur lors des F&A profite plus aux actionnaires de la cible qu'à ceux de l'acquéreur. Plusieurs auteurs ont proposé des explications à ce constat. Par exemple, l'idée d'enracinement des dirigeants de Shleifer & Vishny (1989) et d'excès de confiance des dirigeants de Roll (1986) laissent penser que les managers se lancent dans des opérations risquées et qui s'avèrent non rentables à moyen et long terme. Ce résultat s'explique par le fait que l'acquéreur est prêt à surpayer pour prendre le contrôle de la cible. La région MENA commence à attirer plus d'opérations de F&A et à développer ses marchés financiers, mais toutes les opérations sont amicales ou négociées. Ces négociations qui peuvent être féroces suite à la forte présence de l'actionnariat familial (90% du secteur privé) dans les entreprises de la région et parfois suite à l'intervention de l'Etat à cause des désaccords politiques, peuvent amener les acquéreurs à surpayer les cibles.

H1.2 : Suite aux annonces de F&A dans la région MENA, les RA des cibles sont plus élevés que ceux des acquéreurs.

Fusion ou acquisition

Les termes *acquisition* et *fusion* sont généralement utilisés ensemble comme synonymes de croissance externe, mais il y a des différences entre les deux, allant d'aspects purement financiers à des aspects managériaux et juridiques qui peuvent impacter la structure de propriété et de contrôle en impactant le potentiel de création de valeur. Les fusions sont souvent négociées amicalement et engagent durablement l'entreprise, et elles sont perçues comme étant créatrices de valeur (Ibrahimi *et al.*, 2021). Elles peuvent être considérées par les investisseurs comme une stratégie pour améliorer le pouvoir du nouveau groupe et avoir ainsi un avantage concurrentiel. La fusion suppose donc une coopération entre les deux équipes dirigeantes et ne nécessite pas forcément une sortie d'argent puisque les titres des deux sociétés fusionnées seront remplacés par des titres de la nouvelle entité.

Par contre, les acquisitions peuvent être amicales ou hostiles, et nécessitent souvent une sortie d'argent pour acquérir les titres de la société cible, et si elles ne s'avèrent pas performantes ou ont pour objectif l'effet de levier, l'entreprise acquise serait revendue ultérieurement. Dans ce sens, Kaplan et Weisbach ont effectué en 1992 une étude sur 291 acquisitions américaines en recourant à la méthode d'étude d'évènement et ont trouvé que 44% des acquisitions se sont traduites par des liquidations en raison de l'échec de l'opération. Quant à Porter (1989), il montre que les acquisitions sont souvent revendues avec une perte. Ces performances négatives peuvent être justifiées par la théorie managériale (Mueller, 1969). En effet, en analysant l'acquisition de Paramount Pictures par Viacom, Hietala *et al.* (2003) confirment les conclusions de la théorie managériale en déduisant que l'acquéreur a surpayé la cible. Cet excès de

confiance et d'optimisme est beaucoup plus prononcé lorsque l'acquéreur dispose d'une importante capacité d'endettement et d'une trésorerie abondante (Jensen, 1986).

Donc, une fusion négociée peut être une réponse au problème d'orgueil des dirigeants et une solution au manque de liquidité de l'initiateur. Elle permet aussi le partage du risque en poussant les deux entreprises à adhérer au projet de fusion. Par conséquent, elle peut être considérée comme une opération plus rentable qu'une acquisition.

H2 : Les annonces de fusions sont associées à des RA positifs plus élevés que ceux liés aux annonces d'acquisitions dans la région MENA.

Domestique ou transfrontalière

Les F&A transfrontalières correspondent à la stratégie d'expansion la plus privilégiée des entreprises pour attaquer les marchés étrangers (Ibrahimi, 2018). Ainsi, les études tendent à montrer que les annonces de F&A transfrontalières sont associées à des RA plus élevés que ceux liés aux annonces de F&A domestiques⁸. Danbolt & Maciver (2012) ont analysé les F&A domestiques et transfrontalières au Royaume-Uni entre 1980 et 2008 via la méthode d'étude d'évènement, et ont trouvé que les F&A transfrontalières génèrent plus de rendements que les F&A domestiques. Les mêmes résultats ont été rapportés par Harris & Ravenscraft (1991) qui ont analysé le marché américain par le biais de l'étude d'évènement.

Ces constats peuvent être expliqués par les avantages associés aux F&A transfrontalières, tels que l'opportunité de pénétrer de nouveaux marchés et la réalisation des synergies stratégiques et financières plus élevées que celles des F&A domestiques (Lebedev et al., 2015). Dans ce cas, les entreprises peuvent, par exemple, contourner les barrières à l'entrée, bénéficier de différents régimes fiscaux, exploiter des mouvements de change favorables en déplaçant leurs opérations vers d'autres pays. Dans la même lignée, à travers son paradigme éclectique OLI (propriété-localisation-internalisation), Dunning (2000) identifie trois avantages liés aux F&A transfrontalières qui les rendent fructueuses par rapport à leurs homologues domestiques : les avantages de propriété qui se traduisent par la possession d'un actif ou un avantage spécifique incarné dans les ressources de l'entreprise cible/acquéreuse, les avantages liés à la localisation qui se réfèrent à l'accès et à l'utilisation des ressources tangibles et intangibles du pays d'accueil, et les avantages liés à l'internalisation qui englobent la réduction des coûts de transaction et de production, et la réalisation des économies d'échelle.

H3 : Les annonces de F&A transfrontalières sont associées à des RA positifs plus élevés que ceux liés aux annonces de F&A domestiques dans la région MENA.

Qualité des institutions et création de valeur

Selon la théorie institutionnelle (North, 1990), l'activité des F&A dépend de l'environnement institutionnel formel des pays d'origine des entreprises impliquées. L'hypothèse du résultat (Rossi & Volpin, 2007) suggère qu'un environnement où les investisseurs sont bien protégés est plus propice aux opérations de F&A. Donc, la mauvaise qualité de la législation et de la réglementation pourrait augmenter les coûts des transactions et les asymétries d'information, ce qui peut nuire à la performance des F&A ; par contre, des faibles niveaux de corruption et des lois bien appliquées peuvent créer un environnement favorable aux F&A transfrontalières et domestiques (Ibrahimi, 2018). Concernant la qualité des institutions, Kaufmann *et al.* (2005) propose cinq indicateurs : la qualité de la réglementation qui reflète la capacité du gouvernement à mettre en œuvre des politiques favorisant le développement du secteur privé, le contrôle de la corruption qui

⁸ Les F&A domestiques sont des transactions impliquant des entreprises du même pays, et celles transfrontalières sont des transactions impliquant des entreprises de différents pays.

représente le niveau de corruption dans un pays, la stabilité politique qui indique la perception que le gouvernement soit déstabilisé ou renversé par des moyens inconstitutionnels ou violents, l'efficacité des pouvoirs publics qui reflète la qualité des services publics, et la règle de droit qui reflète à quel point les citoyens respectent et croient aux normes et règles établies par la société.

En analysant la relation entre la qualité des institutions et les F&A en recourant aux régressions linéaires multiples, Nguyen *et al.*, (2020) ont trouvé que ces indices de Kaufmann *et al.* (2005) impactent positivement les transactions de F&A. Donc, pour les investisseurs étrangers qui ne sont pas familiers avec les règles du jeu dans le pays hôte, la qualité des institutions représente un élément important qui influence leurs décisions d'investissement. Dans ce sens, Jory & Ngo (2011) ont suggéré que l'environnement institutionnel peut influencer significativement la création de valeur générée par les F&A, car il joue un rôle crucial dans la stabilité de l'environnement politique et économique et facilite par conséquent le bon fonctionnement des marchés financiers.

H4 : Il existe une relation positive et significative entre la valeur générée par les F&A et la qualité des institutions des pays d'origine des entreprises impliquées dans les F&A dans la région MENA.

Données et modèles

Données

Notre période d'étude est de 15 ans, de janvier 2004 à décembre 2018⁹. Les informations sur les opérations de F&A dans la région MENA sont collectées à partir de la base de données financières Refinitiv, et l'historique des cours boursiers des entreprises impliquées dans l'opération est collecté à partir de la base de données Bloomberg. Les données sur la qualité des institutions sont collectées à partir de la base de données de la Banque Mondiale. Notre filtrage répond aux critères suivants : les opérations comprennent des transactions effectuées par des entreprises non financières¹⁰, dont au moins une est cotée et opère dans la région MENA ; les sociétés ayant conclu plusieurs opérations de F&A au cours de la période d'observation sont incluses, à condition qu'aucun événement majeur ne se soit produit 15 jours avant et 15 jours après l'opération de F&A ; le pourcentage d'acquisition doit être 50% minimum¹¹ ; les données doivent être disponibles. Notre échantillon initial comptait 8868 opérations de F&A impliquant au moins une entreprise opérant dans la région MENA (voir Annexe 1). Après le filtrage, nous obtenons un échantillon final de 240 transactions dont 203 opérations concernent des acquéreurs et 37 opérations concernent des cibles, tous cotés et opérant dans la région MENA¹² (voir Tableau 2).

Mesure de la création de valeur

D'après Andrade *et al.* (2001), les RA calculés à l'aide de la méthode d'étude d'évènement représentent l'indicateur le plus fiable statistiquement pour mesurer la création de valeur. Cette méthode permet de mesurer immédiatement l'effet de l'annonce d'une opération de F&A. La période d'estimation dans notre

⁹ Cette durée a été choisie pour deux raisons principales. Premièrement, cette période se caractérise par un ensemble d'événements ayant impacté l'ordre politique et économique des pays de la région MENA, tels que la guerre en Irak (2004-2011), la guerre au Liban (2006), la crise des Subprimes (2007-2008), la grande récession (2007-2009), le printemps arabe (2010-2012)... Deuxièmement, les bases de données contenant les indicateurs macro-économiques, offrent une durée maximale d'extraction de données de 2004-2018.

¹⁰ Nous avons choisi d'analyser que les entreprises non financières afin d'éviter de faire face à un environnement réglementaire et comptable particulier.

¹¹ Nous avons exclu les acquisitions minoritaires car nous souhaitons nous concentrer sur des investissements qui entraînent des changements significatifs dans le management et la stratégie de la cible.

¹² Comme Israël est à l'origine de plus de 50% des opérations (287 pour Israël), nous l'avons éliminé de notre échantillon. Cette élimination est justifiée, d'abord, par le fait que ce pourcentage appartenant à un seul pays et dépassant 50% de l'échantillon total peut fausser nos résultats, ensuite, par le fait qu'Israël appartient à une catégorie économique différente de celle des autres pays du MENA.

étude est fixée à 120 jours de bourse et se termine 45 jours avant le jour de l'événement. Le calcul du RA se fait par la différence entre la rentabilité réelle et la rentabilité estimée sans la présence de l'événement comme suit :

$$RA_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

Où R_{it} est le rendement de l'action i le jour t et $E(R_{it})$ est le rendement attendu de l'action i le jour t qui est estimé à l'aide du modèle de marché reliant le rendement de l'action au rendement de son indice de marché. Ce modèle se présente comme suit :

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$$

α_i et β_i sont les paramètres du modèle de marché et R_{mt} représente le rendement du jour t de l'indice de marché. Le modèle de marché est estimé à l'aide de la méthode des moindres carrés ordinaires.

Pour tirer des conclusions sur l'impact de l'événement, les observations des RA doivent être agrégées à travers le temps et à travers les titres. Pour ce faire, les RAC (rendements anormaux cumulés) et les RAMC (rendements anormaux moyens cumulés) sont calculés comme suit :

$$RAC_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} RA_{it} \text{ et } RAMC_i(t_1, t_2) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N RAC_i(t_1, t_2)$$

Où N représente le nombre d'observations temporelles. Pour analyser la significativité des RA, le test t de Student est appliqué sur les RAMC.

Afin de rechercher l'effet global de l'événement sur le cours boursier d'un titre, dans notre recherche nous considérons les fenêtres $(-1,+1)$ et $(-5,+5)$ comme étant les fenêtres de calcul des RAC. Le choix d'une fenêtre de 3 jours est justifié par le fait qu'une courte fenêtre permet d'éviter les biais dans les calculs, et celui d'une fenêtre de 11 jours par le fait qu'on pourrait avoir des informations concernant l'opération et impactant les prix plusieurs jours avant ou après l'opération.

Identification des déterminants impactant la création de valeur

Afin d'éviter les biais dans l'estimation des paramètres, nous avons ajouté dans notre analyse plusieurs variables de contrôle ayant été proposées par Ibrahim *et al.* (2021). Ces derniers ont proposé cinq déterminants qui peuvent influencer la performance des F&A, tels que la qualité du conseiller financier, le volume de la transaction, le pourcentage d'acquisition, l'expérience des acquéreurs en matière de F&A et le statut de la cible (cotée ou non).

Pour le conseiller financier, il accompagne les entreprises afin de réussir leurs opérations en influençant ainsi leur performance. Le volume de transactions impacte aussi la création de valeur puisque les F&A de grandes tailles tendent à détruire la valeur pour les sociétés impliquées car ces transactions peuvent générer des avantages personnels pour la direction aux dépens des actionnaires de l'entreprise (Alexandridis *et al.*, 2013). Dans le même sens, le pourcentage d'acquisition détermine dans quelle mesure la société acquéreuse pourrait exercer son contrôle sur la cible. Un accord conduisant à une participation majoritaire dans la cible peut améliorer l'efficacité de l'opération qui pourrait par conséquent avoir un impact positif sur la performance post-acquisition grâce à la restructuration de la cible (Chatterjee, 1992).

Également, l'expérience en F&A permet aux entreprises de devenir plus efficaces et aide les entreprises acquéreuses à améliorer leur capacité à intégrer les ressources de l'entreprise acquise et assurer le succès de l'opération (Lebedev *et al.*, 2015). Enfin, la cotation de la cible peut aussi impacter la création de valeur car les RA associés aux acquisitions des cibles non cotées dépassent ceux associés aux acquisitions des cibles cotées (Mateev & Andonov, 2016).

Pour le test de la robustesse de nos résultats et afin d'éviter le biais dans l'estimation du paramètre d'intérêt, reliant la variable dépendante et les variables indépendantes de notre analyse, nous avons ajouté trois variables de contrôle supplémentaires liées à l'environnement macroéconomique, à savoir la croissance économique, le taux d'inflation et le taux de change. Ces variables sont susceptibles d'influencer la relation entre la création de valeur par les F&A et la qualité des institutions des pays (Kinatader *et al.*, 2017; Mateev, 2017) et jouent un rôle crucial dans le développement du secteur privé et les décisions de F&A des entreprises locales et étrangères.

Enfin, pour mesurer la relation entre la création de valeur et les déterminants censés influencer cette création de valeur, nous avons eu recours à la régression transversale (Wooldridge, 2010). Ce choix est justifié par la présence des variables longitudinales. Donc, la variable dépendante est le RAC de la fenêtre (-1,+1)¹³ considéré comme une variable continue (valeurs positives et négatives). Pour les variables indépendantes liées aux indicateurs de la qualité des institutions, elles sont développées par Kaufmann *et al.* (2005) et correspondent à cinq variables : la qualité de la réglementation, le contrôle de la corruption, la stabilité politique, l'efficacité des pouvoirs publics, et la règle de droit. Ainsi, les variables associées aux caractéristiques des F&A et celles relatives à l'environnement macroéconomique des pays représentent les variables de contrôle. La description et l'opérationnalisation de toutes les variables sont reportées dans le Tableau 1.

De ce fait, les équations de nos régressions¹⁴ se présentent comme suit :

$$\text{RAMC}_i = \alpha + \beta_1 \text{Fusion} + \beta_2 \text{Domest} + \beta_3 \text{Conseil} + \beta_4 \text{Volum} + \beta_5 \% \text{acquis} + \beta_6 \text{Exper} + \beta_7 \text{Statut} + \beta_8 \text{Qualr/Contc/Stabp/Efficpp/Regled} + \varepsilon_i$$

$$\text{RAMC}_i = \alpha + \beta_1 \text{Fusion} + \beta_2 \text{Domest} + \beta_3 \text{Conseil} + \beta_4 \text{Volum} + \beta_5 \% \text{acquis} + \beta_6 \text{Exper} + \beta_7 \text{Qualr/Contc/Stabp/Efficpp/Regled} + \varepsilon_i$$

- Test de robustesse des résultats pour les deux groupes :

$$\text{RAMC}_i = \alpha + \beta_1 \text{Croiss_eco} + \beta_2 \text{Inflation} + \beta_3 \text{Taux_change} + \beta_4 \text{Qualr/Contc/Stabp/Efficpp/Regled} + \varepsilon_i$$

Où α et β_i sont les paramètres des équations, et ε_i représente le terme d'erreur aléatoire.

Résultats

Statistiques descriptives

Selon le Tableau 2, les pays les plus actifs en termes de F&A sont : EAU (28,08%), Arabie saoudite (25,62%) et Égypte (15,27%) en tant qu'acquéreurs, Égypte (32,43%), Maroc (13,51%) et Oman (13,51%) en tant que cibles. Ici, il faut rappeler que les acquéreurs correspondent à des entreprises initiatrices situées dans la région MENA ayant réalisé des opérations de F&A dans ladite région ou en dehors de celle-ci, et que les cibles correspondent à des entreprises situées dans la région MENA ayant été les cibles d'un acquéreur situé ou non dans la région MENA. Donc, dans le groupe des acquéreurs, la plupart des entreprises opèrent dans le secteur industriel (30,54% pour les acquéreurs et 23,15% pour les cibles).

¹³ Dans les cas de présence de fuites d'informations, la date exacte de l'événement ne peut être définie avec précision. Il est préférable de choisir une fenêtre courte pour augmenter l'efficacité des estimations et réduire les biais statistiques (Andrade *et al.*, 2001).

¹⁴ Selon l'

Annexe 2 présentant les matrices de corrélation, les VIF de Qualr, Contc, Stabp, Efficpp et Etatd et leur corrélation sont élevés. Donc, pour éviter les problèmes de multi-colinéarité, il ne convient pas de les inclure simultanément dans les mêmes modèles de régressions.

Cependant, dans le groupe des cibles, la majorité des acquéreurs appartiennent au secteur financier (37,84%), et la plupart des cibles opèrent dans les matériaux de base (18,92%) et la consommation non cyclique (18,92%).

La majorité des opérations sont des acquisitions (73,89% pour les acquéreurs et 81,08% pour les cibles). Les F&A qui n'ont pas eu recours aux conseillers financiers (78% et 75%) dépassent celles qui ont fait appel à un conseiller financier (22% et 25%). Dans le groupe des acquéreurs, plus que la moitié des acquéreurs ont de l'expérience en matière de F&A (50,74%) ; cependant, la majorité des cibles n'ont pas d'expérience en F&A (78,38%) dans le groupe des cibles. La plupart des cibles des entreprises acquéreuses sont des sociétés non cotées en bourse (96,06%), et la plupart des acquéreurs dans le groupe des cibles sont des sociétés non cotées en bourse (67,57%). Enfin, la majorité des transactions sont associées à un volume inférieur à 100 millions de dollars américains (82,27% pour les acquéreurs et 75,68% pour les cibles).

Analyse de la création de valeur

Le Tableau 3 indique que les RAMC des acquéreurs dans les fenêtres (-1,+1) et (-5,+5) sont positifs et significatifs (0,7% et 1,4%), par contre, les RAMC des cibles sont positifs, mais non significatifs (2,3% et 7,4%). Ce constat indique que l'annonce de F&A crée de la valeur pour les acquéreurs et les cibles opérant dans la région MENA, et que cette création de valeur est significative uniquement chez les acquéreurs. Ces résultats nous permettent d'infirmes les hypothèses H1.1 et H1.2.

Toujours selon le Tableau 3, les coefficients des acquéreurs sont significatifs dans les fusions (2,4% pour la fenêtre (-1,+1), et 4,6% pour la fenêtre (-5,+5)) et les opérations transfrontalières (0,9% pour la fenêtre (-1,+1)), et les coefficients des cibles sont significatifs dans les opérations transfrontalières (10,5% pour la fenêtre (-5,+5)). Ce résultat indique que les annonces de fusions créent de la valeur pour les acquéreurs et que les annonces de F&A transfrontalières créent de la valeur pour les acquéreurs et les cibles opérant dans les pays de la région MENA. Donc, chez les acquéreurs et les cibles, nous confirmons les hypothèses H2 et H3.

Déterminants de la création de valeur

Pour éviter le problème d'hétéroscédasticité, nous avons estimé les régressions transversales avec des erreurs types robustes pour chaque modèle. Le

Tableau 4 présente les résultats de notre analyse.

Ces résultats montrent que pour les acquéreurs, les coefficients des variables de contrôle des modèles sont statistiquement non significatifs sauf pour *Fusion* (entre 1,9% et 2%), *Exper* (entre -1,2% et -1,6%), et *Statut* (2,8% et 3%), tandis que tous les coefficients des variables indépendantes sont positifs et significatifs, à savoir *Qualr* (1,9%), *Contc* (1,3%), *Stabp* (1,4%), *Efficpp* (1,6%), et *Regled* (1,9%). Pour les entreprises cibles, les résultats indiquent que *Volum* est la seule variable de contrôle associée à un coefficient significatif (-0,1%), et que *Contc* est la seule variable indépendante associée à un coefficient significatif (-23,1%).

Le

Tableau 5 qui représente les résultats des tests de robustesse relatifs aux coefficients des variables reflétant la qualité des institutions indique que pour les acquéreurs, les coefficients des variables de contrôle des régressions sont statistiquement non significatifs sauf pour *Taux_change* (1%), tandis que tous les coefficients des variables indépendantes sont positifs et significatifs, à savoir *Qualr* (2,2%), *Contc* (1,5%), *Stabp* (1,6%), *Efficpp* (1,8%), et *Regled* (2,3%). Pour les cibles, les coefficients des variables de contrôle des régressions sont tous statistiquement non significatifs, et *Contc* est la seule variable indépendante associée à un coefficient significatif (-18,6%).

En résumé, pour les pays de la région MENA, la valeur générée par les acquéreurs lors de l'annonce de F&A est impactée positivement par les fusions, le statut de la cible, le taux de change, la qualité des institutions, et négativement par l'expérience en F&A, tandis que celle générée par les cibles est influencée négativement par la taille de la transaction et le niveau de contrôle de la corruption. Donc, chez les acquéreurs, nous confirmons l'hypothèse H4 ; par contre, chez les cibles nous infirmons l'hypothèse H4.

Discussion

Les résultats confirment que l'annonce de F&A a un impact positif et significatif sur la richesse actionnariale des acquéreurs opérant dans la région MENA. Ceci est conforme à l'hypothèse de la maximisation de la valeur (Manne, 1965), ainsi qu'aux conclusions de nombreux chercheurs ayant analysé ce phénomène dans les pays émergents (tels que Ibrahim & Amine, 2020 ; Nadisah & Kamilah, 2018), et contredit les conclusions des chercheurs ayant traité ce sujet dans les pays développés, qui ont révélé que les acquéreurs sont associés à des RA nuls ou négatifs (par exemple Uddin & Boateng, 2009). La différence entre ces résultats dans ces deux types de régions peut s'expliquer par le fait que les marchés émergents entraînent des problèmes d'agence moins graves que les marchés développés (Lebedev *et al.*, 2015). Dans les marchés émergents, le problème fondamental d'agence pour les entreprises ne correspond pas aux conflits d'intérêts entre les investisseurs et les gestionnaires, mais plutôt aux conflits d'intérêts entre les actionnaires majoritaires et les actionnaires minoritaires car environ 90% des entreprises de la région MENA sont contrôlées par des familles. Et l'absence d'opérations hostiles dans cette région confirme ce constat.

Dans la même lignée, contrairement à la majorité des recherches (voir par exemple, Tarabay & Hammoud 2017 ; Yılmaz & Tanyeri 2016), nos résultats confirment que l'annonce de F&A n'a aucune influence significative sur la richesse actionnariale des cibles dans les pays du MENA. A notre sens, puisque toutes les F&A sont amicales, selon la théorie de la maximisation de la valeur au profit des actionnaires, tous les gains seront transférés vers l'initiateur qui est sur le point de réaliser un projet rentable. Notre résultat peut être expliqué également par le fait que la majorité des entreprises dans la région MENA sont familiales. A ce niveau, plusieurs problèmes peuvent se poser pour les entreprises familiales impliquées dans des F&A en tant que cibles, comme le manque d'expérience en matière de F&A face à ce qui est probablement une transaction unique, et le lien émotionnel entre l'entreprise et la famille. La combinaison de ces facteurs détermine la complexité de la transaction et devient problématique au point de nuire à la performance boursière lors de l'annonce de l'opération de F&A.

Notre analyse indique que seules les annonces de fusions et celles des F&A transfrontalières créent de la valeur pour les acquéreurs opérant dans la région MENA, par contre, seules les annonces des F&A transfrontalières génèrent de la valeur pour les cibles. Les investisseurs réagissent positivement aux fusions puisque, généralement, ce type de transaction est perçu comme étant une décision fondamentale et stratégique engageant les entreprises à long terme et permettant l'augmentation des prix de vente et la réduction des prix d'achat (Lebedev *et al.*, 2015). Les F&A transfrontalières sont accueillies favorablement

par les investisseurs puisqu'elles donnent aux entreprises acquéreuses et cibles l'opportunité de pénétrer de nouveaux marchés et de s'implanter dans de nouveaux territoires dans la région MENA, qui sont souvent fermés aux étrangers. En effet, nous remarquons qu'il y a une absence des opérations de prises de contrôle non négociées dans la région même si la loi ne les interdit pas ; à notre connaissance, toutes les opérations dans cette région sont négociées et nécessitent parfois l'aval politique.

Les résultats des modèles de régressions confirment que pour les acquéreurs, la valeur générée lors de l'annonce de F&A est impactée positivement par la qualité des institutions. Ce constat confirme la théorie institutionnelle (North, 1990) et l'hypothèse du résultat (Rossi & Volpin, 2007) qui stipulent que la stabilité de l'environnement politique et économique facilite le bon fonctionnement des marchés financiers, et que le bon fonctionnement des institutions crée un environnement favorable pour la réalisation des synergies via les F&A. Nos résultats confirment également que la création de valeur pour les acquéreurs est influencée positivement par les fusions en rejoignant l'idée avancée plus haut selon laquelle les fusions sont perçues positivement parce qu'elles engagent durablement les entreprises fusionnées en leur permettant l'augmentation de leur pouvoir vis-à-vis des fournisseurs et des clients.

Contrairement à la littérature, notre analyse indique que la création de valeur chez les acquéreurs est influencée positivement par la cotation de la cible et négativement par l'expérience en F&A. Généralement, les cibles non cotées et les expériences en F&A génèrent plus de valeur pour les acquéreurs (Capron & Shen, 2007). L'explication de la première contradiction trouve son origine dans la théorie de l'asymétrie d'information qui stipule que le manque d'information chez les entreprises non cotées peut rendre ces opérations plus risquées et moins attractives, notamment dans la région MENA qui est marquée par un environnement financier inefficace (Ibrahimi & Baghdadi, 2021). L'explication de la seconde contradiction trouve son origine dans la théorie d'agence qui laisse penser que l'idée de trop d'expériences en F&A peut être liée à l'idée d'enracinement des dirigeants cherchant à étendre leur pouvoir et à se protéger des prises de contrôle externe.

Pour les cibles, nos résultats indiquent que la valeur générée lors des F&A est influencée négativement par le niveau de contrôle de la corruption. Ce résultat contredit la théorie institutionnelle ainsi que les résultats de Nguyen *et al.* (2020). Ceci peut s'expliquer par le fait que la majorité des pays de la région MENA sont associés à des niveaux élevés de corruption et à une faible qualité de la réglementation¹⁵. Selon une étude récente sur la région MENA, Ibrahimi & Baghdadi (2021) constatent que le comportement de gestion des résultats à la hausse est plus évident pour les acquéreurs ciblant la région MENA par rapport à ceux ciblant la région de l'Europe du Nord. Donc, il n'est pas surprenant que les bénéfices tirés de la corruption soient plus importants dans les marchés émergents car la corruption est un canal important par lequel les entreprises établissent des liens politiques en offrant la possibilité de nouer des relations avec les responsables locaux et gouvernementaux afin de générer des gains futurs (Liu *et al.*, 2016). Nos résultats confirment également que la création de valeur chez les cibles est influencée négativement par la taille de la transaction, ce qui confirme les résultats d'Alexandridis *et al.* (2013). Cet effet négatif rejoint l'idée soulevée plus haut relative aux acquéreurs et qui trouve son explication dans la théorie d'agence stipulant qu'une transaction de grande taille pourrait être liée aux problèmes de surinvestissement et de construction d'empire.

Conclusion

L'objectif de notre recherche était d'analyser la création de valeur pour les sociétés acquéreuses et cibles impliquées dans les F&A dans la région MENA et d'étudier sa relation avec la qualité des institutions. Nous avons trouvé que quelques résultats sont contraires à la littérature, tels que la création de valeur

¹⁵ La Banque mondiale: <https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=worldwide-governance-indicators>.

uniquement pour les acquéreurs, l'impact positif de la cotation de la cible, et l'impact négatif de l'expérience en F&A, de la taille de la transaction, et du niveau de contrôle de la corruption. Ces constats peuvent être expliqués par la spécificité de la région MENA, marquée par un environnement institutionnel et financier inefficace.

Notre recherche a tenté d'étendre la littérature scientifique existante aux F&A dans les pays émergents en testant la validité de plusieurs théories et hypothèses dans un contexte géographique original et spécifique qui se distingue par la prédominance des entreprises familiales, la proximité géographique et culturelle, la grande dépendance des ressources naturelles, et l'instabilité géopolitique. Pour les entreprises souhaitant s'implanter dans la région MENA par le biais de F&A et pour les responsables politiques qui visent à attirer plus de F&A transfrontalières, notre analyse empirique apporte des éléments de réponse qui peuvent guider leurs décisions en mettant en avant le poids de l'environnement institutionnel.

Notre étude souffre du problème du manque de données, nous avons limité notre période à 15 ans (2004-2018) et nous avons éliminé plusieurs pays de la région MENA comme par exemple l'Éthiopie, le Djibouti, la Mauritanie et le Soudan. Nous estimons que cette recherche peut être améliorée et étendue en analysant le marché des F&A des pays qui sont au même stade de développement financier et économique que les pays de la région MENA, comme les pays d'Afrique, d'Europe de l'Est et d'Amérique latine, afin de mettre en valeur le rôle que jouent les institutions informelles telles que la culture, la religion, et la langue dans la dynamique du marché des F&A.

Bibliographie

Alexandridis, G., Fuller, K. P., Terhaar, L., & Travlos, N. G. (2013). Deal size, acquisition premia and shareholder gains. *Journal of Corporate Finance*, 20, 1-13. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.10.006>

Andrade, G., Mitchell, M., & Stafford, E. (2001). New evidence and perspectives on mergers. *Journal of Economic Perspectives*, 15, 103-120. <https://doi.org/10.2139/ssrn.269313>

Awartani, B., Belkhir, M., Boubaker, S., & Maghyereh, A. (2016). Corporate debt maturity in the MENA region: Does institutional quality matter? *International Review of Financial Analysis*, 46, 309-325. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2015.10.002>

Bhagat, S., Dong, M., Hirshleifer, D., & Noah, R. B. (2004). Do tender offers create value? New methods and evidence [Finance]. *EconWPA*. <https://econpapers.repec.org/paper/wpawuwpsi/0412011.htm>

Campa, J., & Hernando, I. (2004). Shareholder value creation in European M&As. *European Financial Management*, 10. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2004.00240.x>

Capron, L., & Shen, J. C. (2007). Acquisitions of private vs. public firms: Private information, target selection, and acquirer returns. *Strategic Management Journal*, 28(9), 891-911. <https://doi.org/10.1002/smj.612>

Chatterjee, S. (1992). Sources of value in takeovers: Synergy or restructuring—implications for target and bidder firms. *Strategic Management Journal*, 13(4), 267-286. <https://doi.org/10.1002/smj.4250130403>

Danbolt, J., & Maciver, G. (2012). Cross-border versus domestic acquisitions and the impact on shareholder wealth. *Journal of Business Finance & Accounting*, 39(7-8), 1028-1067. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2012.02294.x>

Dunning, J. H. (2000). The eclectic paradigm as an envelope for economic and business theories of MNE activity. *International Business Review*, 9, 163-190. [https://doi.org/10.1016/S0969-5931\(99\)00035-9](https://doi.org/10.1016/S0969-5931(99)00035-9)

Elhakeem, A., & Elgiziry, K. (2016). The impact of acquisitions deals announcement according to financing decisions on value of listed acquiring companies at Egyptian Stock Exchange. *Accounting and Finance Research*, 5(4), 115. <https://doi.org/10.5430/afr.v5n4p115>

Ferchichi, R., & Souam, S. (2015). Caractéristiques, motivations et performances des fusions et acquisitions en Tunisie. *Revue d'économie industrielle*, 150, 9-50. <https://doi.org/10.4000/rei.6109>

Harris, R. S., & Ravenscraft, D. (1991). The role of acquisitions in foreign direct investment : Evidence from the U.S. stock market. *The Journal of Finance*, 46(3), 825-844. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03767.x>

Hietala, P., Kaplan, S. N., & Robinson, D. T. (2003). What Is the Price of Hubris? Using Takeover Battles to Infer Overpayments and Synergies. *Financial Management*, 32(3), 5-31. <https://doi.org/10.2307/3666381>

Ibrahimi, M. (2018). *Mergers & Acquisitions : Theory, Strategy, Finance* (1st edition). Wiley-ISTE.

Ibrahimi, M., & Amine, M. (2020). L'impact de l'annonce des fusions et acquisitions sur la richesse actionnariale des acquéreurs : Cas de la région MENA. *Gestion 2000*, Volume 37(4), 69-91.

Ibrahimi, M., Amine, M., & Taghzouti, A. (2021). Determinants of value creation through mergers and acquisitions in the MENA region. *International Journal of Business Performance Management*, 22(2/3), 273. <https://doi.org/10.1504/IJBPM.2021.116404>

Ibrahimi, M., & Baghdadi, F. (2021). Stock-for-stock acquirers' earnings management and region-specific institutional characteristics of target companies. 14th Annual Conference of the EuroMed Academy of Business, 365-380.

Jensen, M. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76, 323-329. <https://doi.org/10.2139/ssrn.99580>

Jensen, M. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48, 831-880. <https://doi.org/10.2139/ssrn.93988>

Jory, S. R., & Ngo, T. N. (2011). The wealth effects of acquiring foreign government-owned corporations : Evidence from US-listed acquirers in cross-border mergers and acquisitions. *Applied Financial Economics*, 21(24), 1859-1872. <https://doi.org/10.1080/09603107.2011.595680>

Kaplan, S. N., & Weisbach, M. S. (1992). The success of acquisitions : Evidence from divestitures. *The Journal of Finance*, 47(1), 107-138. <https://doi.org/10.2307/2329092>

Kaufmann, D., Kraay, A., & Mastruzzi, M. (2005). *Governance Matters IV : Governance Indicators For 1996-2004*. The World Bank. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-3630>

Kinateder, H., Fabich, M., & Wagner, N. (2017). Domestic Mergers and Acquisitions in BRICS Countries : Acquirers and Targets. *Emerging Markets Review*, 32(C), 190-199.

Lebedev, S., Peng, M. W., Xie, E., & Stevens, C. E. (2015). Mergers and acquisitions in and out of emerging economies. *Journal of World Business*, 50(4), 651-662. <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2014.09.003>

Liu, Q., Luo, T., & Tian, G. (2016). Political connections with corrupt government bureaucrats and corporate M&A decisions : A natural experiment from the anti-corruption cases in China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 37, 52-80. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2016.03.003>

Manne, H. G. (1965). Mergers and the market for corporate control. *Journal of Political Economy*, 73(2), 110-120. <https://doi.org/10.1086/259000>

- Martin, K. J., & McConnell, J. J. (1991). Corporate performance, corporate takeovers, and management turnover. *The Journal of Finance*, 46(2), 671-687. <https://doi.org/10.2307/2328841>
- 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), 190-216.
- Mateev, M., & Andonov, K. (2016). Do cross-border and domestic bidding firms perform differently? New evidence from Continental Europe and the UK. *Research in International Business and Finance*, 37(C), 327-349.
- Mergermarket. (2018). An acuris report on global M&A activity throughout 2018. <https://www.mergermarket.com/assets/Monthly%20M&A%20Insider%20January%202019%20-%20FY%20Edition-vFinal.pdf>
- Mueller, D. C. (1969). A Theory of conglomerate mergers. *The Quarterly Journal of Economics*, 83, 643-659. <https://doi.org/10.2307/1885454>
- Nadisah, Z., & Kamilah, K. (2018). The short-and-long run performance of mergers and acquisitions : Evidence from Tadawul. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 226.
- Nguyen, N. H., Phan, H. V., & Simpson, T. (2020). Political corruption and mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 65, 101765. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101765>
- North, D. C. (1990). *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*. Cambridge University Press.
- Porter, M. E. (1989). From competitive advantage to corporate strategy. *Harvard business review*, 5, 43-59. https://doi.org/10.1007/978-1-349-20317-8_17
- Refinitiv. (2021). Middle East and North Africa Investment Banking Analysis—Full Year 2021. Refinitiv. <https://www.zawya.com/en/press-release/middle-east-and-north-africa-mergers-and-acquisition-transactions-totalled-us109bln-in-2021-ybrommzm>
- Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *The Journal of Business*, 59(2), 197-216.
- Rossi, S., & Volpin, P. (2007). The governance motive in cross-border mergers and acquisitions. In G. N. Gregoriou & L. Renneboog (Éds.), *Corporate Governance and Regulatory Impact on Mergers and Acquisitions* (p. 43-69). Academic Press. <https://doi.org/10.1016/B978-012374142-4.50005-1>
- Seth, A. (1990). Value creation in acquisitions : A re-examination of performance issues. *Strategic Management Journal*, 11(2), 99-115. <https://doi.org/10.1002/smj.4250110203>
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1989). Management entrenchment : The case of manager-specific investments. *Journal of Financial Economics*, 25(1), 123-139.
- Tarabay, M., & Hammoud, J. (2017). Abnormal Returns to Shareholders of M&A Participating Firms : Evidence from the Kuwaiti Stock Market. *Journal of Business & Financial Affairs*, 6(2), 1-10. <https://doi.org/10.4172/2167-0234.1000259>
- Thomson Reuters. (2018). Middle East and North Africa IB analysis. <https://www.thomsonreuters.com/en/press-releases/2013/middle-east-ma-activity-reaches-us-20-billion.html>
- Uddin, M., & Boateng, A. (2009). An analysis of short-run performance of cross-border mergers and acquisitions : Evidence from the UK acquiring firms. *Review of Accounting and Finance*, 8, 431-453. <https://doi.org/10.1108/14757700911006967>
- Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data (2e éd.)*. MIT Press.

Article accepté



Annexes

Annexe 1 : Caractéristiques de l'échantillon initial

	<i>Acquéreur</i>				<i>Cible</i>			
	<i>Domes</i>	<i>Transf</i>	<i>Tot</i>	<i>Fréq.</i>	<i>Domes</i>	<i>Transf</i>	<i>Tot</i>	<i>Fréq.</i>
<i>Pays</i>								
Algérie	19	13	32	0,52%	19	46	65	1,11%
Arabie Saoudite	239	290	529	8,57%	239	226	465	7,94%
Bahreïn	60	215	275	4,45%	60	75	135	2,30%
EAU	513	941	145	23,54	512	548	106	18,09
Égypte	440	101	541	8,76%	440	321	761	12,99
Iran	9	2	11	0,18%	9	18	27	0,46%
Iraq	59	5	64	1,04%	59	58	117	2,00%
Israël	633	605	123	20,05	633	701	133	22,76
Jordanie	426	56	482	7,80%	426	142	568	9,69%
Koweït	291	251	542	8,78%	292	75	367	6,26%
Liban	34	82	116	1,88%	34	41	75	1,28%
Libye	2	15	17	0,28%	2	19	21	0,36%
Maroc	144	59	203	3,29%	144	168	312	5,32%
Oman	108	77	185	3,00%	108	94	202	3,45%
Palestine	22	11	33	0,53%	22	7	29	0,49%
Qatar	98	261	359	5,81%	98	34	132	2,25%
Syrie	2	3	5	0,08%	2	13	15	0,26%
Tunisie	65	20	85	1,38%	65	92	157	2,68%
Yémen	4	1	5	0,08%	4	14	18	0,31%
Total	3168	3008	617	100,00	3168	2692	586	100,00
<i>Type d'opération</i>								
Fusion	371	319	690	11,17	371	341	712	12,15
Acquisition	2797	2689	548	88,83	2797	2351	514	87,85
<i>Conseiller financier</i>								
Oui	217	473	690	11,17	270	333	603	10,29
Non	2951	2535	548	88,83	2898	2359	525	89,71
<i>Statut de l'acquéreur</i>								
Coté	1115	976	209	33,86	1115	1118	223	38,11
Non coté	2053	2032	408	66,14	2053	1574	362	61,89
<i>Statut de la cible</i>								
Cotée	988	532	152	24,61	988	399	138	23,67
Non cotée	2180	2476	465	75,39	2180	2293	447	76,33
<i>% d'acquisition</i>								
> 50 %	1412	1681	309	50,08	1412	1483	289	49,40
≤ 50 %	1756	1327	308	49,92	1756	1209	296	50,60
<i>Taille de transaction</i>								
≥ 100 mil. de dollars	258	452	710	11,50	258	342	600	10,24
< 100 mil. de dollars	2910	2556	546	88,50	2910	2350	526	89,76

Article accepté

Annexe 2 : Matrices de corrélations des variables

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	VIF
Acquéreurs																
1 Fusion	1															1,140
2 Domest	0,04	1														1,110
3 Conseil	0,068	-0,103	1													1,180
4 Volum	0,081	-0,132	0,271	1												1,180
5 _acquis	0,193	0,021	0,041	0,087	1											1,130
6 Exper	0,002	0,003	0,088	0,033	-0,157	1										1,150
7 Statut	0,168	0,081	0,139	0,261	-0,029	-0,054	1									1,190
8 Croiss_eco	0,199	0,107	-0,015	-0,043	0,015	-0,01	-0,027	1								1,550
9 Inflation	-0,056	0,09	-0,098	-0,024	-0,112	0,048	0,002	-0,004	1							1,530
10 Taux_change	0,118	0,065	-0,035	-0,013	0,04	-0,071	-0,015	0,174	-0,056	1						1,590
11 Qualr	0,061	-0,14	0,143	0,1	0,066	0,137	0,034	0,059	-0,362	-0,199	1					16,560
12 Contc	0,055	-0,091	0,079	0,054	0,033	0,148	-0,016	0,118	-0,443	-0,177	0,89	1				16,150
13 Stabp	0,059	-0,147	0,05	0,054	0,036	0,095	-0,048	0,121	-0,391	-0,213	0,845	0,884	1			5,510
14 Efficpp	0,033	-0,152	0,126	0,087	0,063	0,178	-0,005	-0,016	-0,409	-0,172	0,943	0,947	0,866	1		25,700
15 Etatd	0,055	-0,111	0,062	0,054	0,075	0,147	-0,038	0,149	-0,439	-0,324	0,919	0,899	0,867	0,888	1	13,910
Cibles																
1 Fusion	1															2,510
2 Domest	0,118	1														1,770
3 Conseil	0,209	-0,173	1													2,050
4 Volum	0,003	-0,323	0,577	1												2,300
5 _acquis	0,625	0,214	0,155	-0,065	1											1,960
6 Exper	-0,086	0,166	0,161	0,31	-0,027	1										1,550
7 Statut																
8 Croiss_eco	-0,005	0,077	0,085	-0,023	0,042	-0,067		1								1,680
9 Inflation	0,161	-0,021	0,158	-0,121	0,262	-0,104		0,272	1							2,240
10 Taux_change	0,207	-0,046	0,098	0,112	0,135	0,021		-0,008	0,506	1						4,950
11 Qualr	0,007	0,075	-0,08	-0,033	0,016	-0,01		0,344	-0,323	-0,656	1					19,950
12 Contc	0,138	0,271	-0,096	-0,081	0,064	0,007		0,298	-0,296	-0,553	0,879	1				8,050
13 Stabp	0,112	0,15	0,049	0,004	0,119	0,022		0,395	-0,304	-0,584	0,868	0,789	1			9,950
14 Efficpp	0,074	0,2	-0,052	-0,042	0,031	-0,019		0,311	-0,349	-0,533	0,93	0,9	0,818	1		13,220
15 Etatd	0,132	0,217	-0,014	-0,091	0,093	0,063		0,349	-0,309	-0,7	0,923	0,888	0,924	0,877	1	31,100

Article accepté

Tableaux

Tableau 1 : Description et opérationnalisation des variables

Analyse	Variable	Libellé	Mesure	Source
Partie 1	Rendements anormaux moyens cumulés	<i>RAMC</i>	Cours boursiers relatifs à l'acquéreur/cible qui opère dans la région MENA	Bloomberg
	Variable dépendante			
	Rendements anormaux cumulés	<i>RAC</i>	-	-
	Variables de contrôle			
	Fusions	<i>Fusion</i>	La variable prend la valeur 1 si la transaction est une fusion et 0 si l'opération est une acquisition	Refintiv
	F&A domestiques	<i>Domest</i>	La variable prend la valeur 1 si la transaction est une F&A domestique et 0 si l'opération est une F&A transfrontalière	Refintiv
	Conseiller financier	<i>Conseil</i>	La variable prend la valeur 1 si l'acquéreur ou la cible ou les deux font appel à un conseiller financier pour gérer la F&A, sinon 0	Refintiv
	Taille de transaction	<i>Volum</i>	Le volume de l'opération de F&A en dollar américain	Refintiv
	Pourcentage d'acquisition	<i>_acquis</i>	La valeur de cette variable est le pourcentage d'acquisition, dans notre analyse il varie entre 50% et 100%	Refintiv
	Expérience	<i>Exper</i>	La variable prend la valeur 1 si l'acquéreur/cible qui opère dans la région MENA est expérimentée en F&A, sinon 0	Refintiv
	Cotation de la cible	<i>Statut</i>	La variable prend la valeur 1 si la cible qui opère dans la région MENA est cotée en bourse, sinon 0	Refintiv
Partie 2	Croissance économique	<i>Croiss_eco</i>	Variation annuelle du PIB du pays	Banque mondiale
	Taux d'inflation	<i>Inflation</i>	Taux d'inflation annuel du pays	Banque mondiale
	Taux de change	<i>Taux_change</i>	Taux de change annuel du pays par rapport au dollar	Banque mondiale
	Variables indépendantes			
	Qualité de la réglementation	<i>Qualr</i>	L'indice de qualité varie entre -2,5 (qualité de réglementation faible) et 2,5 (qualité de réglementation élevée)	Banque mondiale
	Contrôle de la corruption	<i>Contc</i>	L'indice de contrôle de la corruption varie entre -2,5 si le pays a un niveau haut de corruption et 2,5 si le pays est associé à un niveau bas de corruption	Banque mondiale
	Stabilité politique	<i>Stabp</i>	L'indice de stabilité politique varie entre -2,5 (stabilité politique faible) et 2,5 (stabilité politique élevée)	Banque mondiale
	Efficacité des pouvoirs publics	<i>Efficpp</i>	L'indice d'efficacité des pouvoirs publics varie entre -2,5 (faible efficacité des pouvoirs publics) et 2,5 (efficacité élevée des pouvoirs publics)	Banque mondiale
	Règle de Droit	<i>Regled</i>	L'indice règle de droit varie entre -2,5 (faible qualité de règle de droit) et 2,5 (qualité de règle de droit élevée)	Banque mondiale

Article accepté

Tableau 2 : Caractéristiques de notre échantillon

	<i>Acquéreur</i>				<i>Cible</i>			
	<i>Domest.</i>	<i>Transfr.</i>	<i>Total</i>	<i>Fréq.</i>	<i>Domest.</i>	<i>Transfr.</i>	<i>Total</i>	<i>Fréq.</i>
<i>Pays</i>								
Arabie Saoudite	29	23	52	25,62%	1	0	1	2,70%
Bahreïn	1	1	2	0,99%	0	0	0	0,00%
EAU	23	34	57	28,08%	1	0	1	2,70%
Égypte	20	11	31	15,27%	6	6	12	32,43%
Iraq	1	0	1	0,49%	0	0	0	0,00%
Jordanie	9	3	12	5,91%	2	1	3	8,11%
Koweït	7	6	13	6,40%	2	2	4	10,81%
Maroc	6	6	12	5,91%	2	3	5	13,51%
Oman	1	5	6	2,96%	3	2	5	13,51%
Qatar	12	2	14	6,90%	2	0	2	5,41%
Tunisie	3	0	3	1,48%	3	1	4	10,81%
Total	112	91	203	100,00%	22	15	37	100,00%
<i>Secteur d'activité de l'acquéreur</i>								
Activité gouvernementale	0	0	0	0,00%	0	0	0	0,00%
Consommation cyclique	18	9	27	13,30%	0	1	1	2,70%
Consommation non cyclique	12	8	20	9,85%	3	1	4	10,81%
Énergie	3	7	10	4,93%	2	0	2	5,41%
Immobilier	19	4	23	11,33%	0	0	0	0,00%
Industrie	33	29	62	30,54%	5	1	6	16,22%
Matériaux de base	9	8	17	8,37%	2	1	3	8,11%
Santé	5	7	12	5,91%	0	2	2	5,41%
Services éducatifs	0	2	2	0,99%	0	0	0	0,00%
Services financiers	0	0	0	0,00%	7	7	14	37,84%
Services publics	2	6	8	3,94%	1	0	1	2,70%
Technologie	11	11	22	10,84%	2	2	4	10,81%
<i>Secteur d'activité de la cible</i>								
Activité gouvernementale	0	0	0	0,00%	0	0	0	0,00%
Consommation cyclique	22	12	34	16,75%	3	3	6	16,22%
Consommation non cyclique	17	9	26	12,81%	6	1	7	18,92%
Énergie	2	8	10	4,93%	2	1	3	8,11%
Immobilier	13	1	14	6,90%	1	0	1	2,70%
Industrie	22	25	47	23,15%	4	1	5	13,51%
Matériaux de base	13	13	26	12,81%	4	3	7	18,92%
Santé	3	6	9	4,43%	0	4	4	10,81%
Services éducatifs	1	2	3	1,48%	0	0	0	0,00%
Services financiers	6	2	8	3,94%	0	0	0	0,00%
Services publics	2	3	5	2,46%	1	0	1	2,70%
Technologie	11	10	21	10,34%	1	2	3	8,11%
<i>Type d'opération</i>								
Fusion	31	22	53	26,11%	5	2	7	18,92%
Acquisition	81	69	150	73,89%	17	13	30	81,08%
<i>Conseiller financier</i>								
Oui	20	24	44	21,67%	4	5	9	24,32%
Non	92	67	159	78,33%	18	10	28	75,68%
<i>Expérience en F&A</i>								
Oui	57	46	103	50,74%	6	2	8	21,62%
Non	55	45	100	49,26%	16	13	29	78,38%
<i>Statut de l'acquéreur</i>								
Coté	112	91	203	100,00%	6	6	12	32,43%
Non coté	0	0	0	0,00%	16	9	25	67,57%
<i>Statut de la cible</i>								
Cotée	6	2	8	3,94%	22	15	37	100,00%
Non cotée	106	89	195	96,06%	0	0	0	0,00%
<i>Taille de transaction</i>								
≥ 100 mil. de dollars	16	20	36	17,73%	2	7	9	24,32%
< 100 mil. de dollars	96	71	167	82,27%	20	8	28	75,68%

Article accepté

Tableau 3 : RAMC de notre échantillon

	<i>Toutes les opérat.</i>	<i>Fusions</i>	<i>Acquisitions</i>	<i>Domestiques</i>	<i>Transfront.</i>
RAC (-1, +1)					
<i>Acquéreurs</i>	0,007*	0,024***	0,001	0,005	0,009*
	1,905	3,251	0,158	0,898	1,962
<i>Cibles</i>	0,023	0,04	0,019	0,017	0,033
	0,439	1,641	0,296	0,206	0,6
RAC (-5, +5)					
<i>Acquéreurs</i>	0,014*	0,046**	0,003	0,014	0,014
	1,647	2,069	0,308	1,033	1,522
<i>Cibles</i>	0,074	0,095	0,069	0,053	0,105**
	1,26	0,913	1,003	0,56	2,196
***, **, * font référence aux seuils de signification de 1%, 5% et 10% respectivement.					

Article accepté

Tableau 4 : Coefficients des régressions transversales

Variables	Acquéreurs						Cibles					
	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	M9	M10	M11	M12
Fusion	0.020** (0.012)	0.020** (0.014)	0.019** (0.014)	0.019** (0.017)	0.020** (0.012)	0.020** (0.014)	0.147 (0.526)	0.149 (0.496)	0.201 (0.365)	0.161 (0.467)	0.166 (0.467)	0.182 (0.423)
Domest	-0.001 (0.887)	0.002 (0.824)	0.001 (0.930)	0.002 (0.747)	0.002 (0.766)	0.001 (0.917)	-0.056 (0.607)	-0.042 (0.669)	0.011 (0.903)	-0.025 (0.788)	-0.018 (0.852)	-0.018 (0.844)
Conseil	0.010 (0.268)	0.008 (0.355)	0.009 (0.295)	0.010 (0.264)	0.008 (0.345)	0.009 (0.275)	0.096 (0.373)	0.075 (0.440)	0.066 (0.467)	0.105 (0.294)	0.085 (0.406)	0.102 (0.289)
Volum	0.000 (0.258)	0.000 (0.212)	0.000 (0.206)	0.000 (0.208)	0.000 (0.182)	0.000 (0.228)	0.001* (0.065)	0.001* (0.080)	0.001* (0.074)	0.001* (0.081)	0.001* (0.070)	0.001* (0.072)
_acquis	-0.000 (0.698)	-0.000 (0.552)	-0.000 (0.616)	-0.000 (0.607)	-0.000 (0.516)	-0.000 (0.561)	-0.004 (0.502)	-0.004 (0.484)	-0.004 (0.400)	-0.004 (0.498)	-0.004 (0.463)	-0.004 (0.454)
Exper	-0.012* (0.091)	- (0.042)	- (0.043)	- (0.046)	- (0.030)	- (0.045)	0.220 (0.210)	0.215 (0.207)	0.211 (0.174)	0.216 (0.206)	0.207 (0.216)	0.235 (0.184)
Statut	0.027 (0.105)	0.026 (0.118)	0.028* (0.063)	0.030** (0.049)	0.027* (0.075)	0.029* (0.076)						
Qualr		0.019** * (0.003)						-0.188 (0.118)				
Contc			0.013** * (0.009)						- 0.231* (0.069)			
Stabp				0.014** * (0.000)						-0.115 (0.134)		
Efficpp					0.016** * (0.001)						-0.154 (0.143)	
Etatd						0.019** (0.010)						-0.234 (0.120)
Constante	0.011 (0.565)	0.011 (0.545)	0.010 (0.583)	0.013 (0.476)	0.011 (0.538)	0.011 (0.558)	0.277 (0.436)	0.260 (0.444)	0.244 (0.447)	0.191 (0.553)	0.263 (0.445)	0.263 (0.433)
Observations	203	203	203	203	203	203	37	37	37	37	37	37
R-carré	0.097	0.131	0.130	0.145	0.139	0.121	0.104	0.184	0.225	0.195	0.164	0.200
Moyenne du VIF	1.10	1.10	1.09	1.09	1.10	1.10	1.57	1.49	1.53	1.50	1.51	1.51
AIC	-	-	-	-	-	-	30.708	29.258	27.317	28.760	30.151	28.490
BIC	641.263	646.887	646.654	650.300	648.751	644.652	41.984	42.146	40.204	41.647	43.038	41.377
	614.757	617.068	616.835	620.481	618.932	614.834						

***, **, * significatifs au seuil de 1%, 5% et 10% respectivement.

Article accepté

Tableau 5 : Coefficients des régressions transversales (Test de robustesse des résultats)

Variables	Acquéreurs						Cibles					
	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	M9	M10	M11	M12
Croiss_eco	0.001 (0.195)	0.001 (0.340)	0.001 (0.430)	0.001 (0.522)	0.001 (0.212)	0.001 (0.516)	-0.005 (0.483)	0.004 (0.526)	0.004 (0.591)	0.006 (0.360)	0.000 (0.985)	0.003 (0.641)
Inflation	-0.000 (0.698)	0.001 (0.556)	0.001 (0.492)	0.001 (0.409)	0.001 (0.454)	0.001 (0.559)	0.008 (0.511)	0.006 (0.595)	0.006 (0.577)	0.005 (0.651)	0.006 (0.616)	0.007 (0.541)
Taux_change	0.001*** (0.005)	0.001** (0.038)	0.001* (0.066)	0.001*** (0.010)	0.001** (0.047)	0.001** (0.049)	0.016 (0.300)	0.004 (0.752)	0.004 (0.794)	0.005 (0.619)	0.011 (0.459)	0.003 (0.806)
Qualr		0.022*** (0.004)						-0.161 (0.169)				
Contc			0.015** (0.017)						-0.186* (0.096)			
Stabp				0.016*** (0.001)						-0.100 (0.213)		
Efficpp					0.018*** (0.003)						-0.091 (0.190)	
Etatd						0.023** (0.024)						-0.166 (0.226)
Constante	0.004 (0.508)	-0.004 (0.530)	-0.004 (0.598)	0.001 (0.855)	-0.007 (0.340)	-0.004 (0.600)	-0.074 (0.366)	-0.060 (0.428)	-0.078 (0.347)	-0.102 (0.305)	-0.071 (0.379)	-0.050 (0.467)
Observations	203	203	203	203	203	203	37	37	37	37	37	37
R-carré	0.008	0.048	0.040	0.058	0.052	0.031	0.082	0.108	0.134	0.116	0.095	0.102
Moyenne du VIF	1.02	1.14	1.20	1.18	1.15	1.32	1.33	1.85	1.57	1.75	1.59	2.01
AIC	-630.009	-636.343	-634.764	-638.514	-637.255	-632.739	25.610	26.536	25.454	26.185	27.092	26.788
BIC	-616.756	-619.777	-618.198	-621.948	-620.689	-616.173	32.053	34.591	33.509	34.239	35.146	34.843

***, **, * significatifs au seuil de 1%, 5% et 10% respectivement.

Article accepté