Document généré le 24 avr. 2024 02:04

L'Actualité économique

Les fusions d'entreprises : une synthèse de la théorie et des faits

Jean-Marie Gagnon

Volume 48, numéro 1, avril–juin 1972

URI : https://id.erudit.org/iderudit/1003683ar
DOI : https://doi.org/10.7202/1003683ar

Aller au sommaire du numéro

Éditeur(s)

HEC Montréal

ISSN

0001-771X (imprimé)
1710-3991 (numérique)

Découvrir la revue

Citer cet article

Gagnon, J.-M. (1972). Les fusions d'entreprises : une synthèse de la théorie et des faits. *L'Actualité économique*, *48*(1), 148–170. https://doi.org/10.7202/1003683ar

Tous droits réservés © HEC Montréal, 1972

Ce document est protégé par la loi sur le droit d'auteur. L'utilisation des services d'Érudit (y compris la reproduction) est assujettie à sa politique d'utilisation que vous pouvez consulter en ligne.

https://apropos.erudit.org/fr/usagers/politique-dutilisation/

Cet article est diffusé et préservé par Érudit.

Érudit est un consortium interuniversitaire sans but lucratif composé de l'Université de Montréal, l'Université Laval et l'Université du Québec à Montréal. Il a pour mission la promotion et la valorisation de la recherche.

https://www.erudit.org/fr/

Les fusions d'entreprises: une synthèse de la théorie et des faits*

I — INTRODUCTION

Le problème des fusions d'entreprises en est un d'importance considérable. Il intéresse d'abord l'administrateur qui doit choisir entre ce mode d'expansion (expansion externe) et la croissance « normale » (expansion interne). Dans la première partie de cet article, nous étudierons donc la décision de fusionner. Elle sera présentée comme un problème standard de choix des investissements.

Le phénomène des fusions intéresse aussi les gouvernements dont l'un des rôles est de promouvoir la croissance économique et de préserver la concurrence entre les firmes qui font affaire sur leur territoire. Certains pays combattent les fusions alors que d'autres les encouragent. Dans la seconde partie de cet article, nous examinerons la théorie et les données dont nous disposons sur le phénomène des fusions. Nous verrons qu'il existe peu de données qui permettent de croire que les fusions sont, dans l'ensemble, très rentables.

II — LA DÉCISION DE FUSIONNER

En principe, l'évaluation d'un projet de fusion est un problème standard de choix d'investissement. Dans ce cas, la théorie économique suggère à l'administrateur une règle de décision en apparence

* L'auteur remercie les professeurs Nabil Khoury, Jacques Saint-Pierre et Léon Serruya, de l'Université Laval, qui ont bien voulu commenter une première version de cet article. Cependant, ces collègues ne peuvent être tenus responsables des erreurs qu'il pourrait encore contenir.

fort simple. Nous allons d'abord exposer cette règle de décision puis nous tenterons ensuite d'expliciter les hypothèses qui y sont incorporées.

A) *La valeur présente nette*

Supposons que l'objectif de l'administrateur soit de maximiser la valeur présente des actions de l'entreprise qu'il dirige. Il l'atteindra en réalisant tous les projets d'investissement dont la valeur nette (VPN) est positive. La valeur nette d'une entreprise que l'on se propose d'acheter se mesure comme suit :

$$\text{VPN} = \sum_{t=1}^{n} \frac{\Delta B_t}{(1+\rho)^t} - C \qquad (1)$$

VPN = valeur présente nette, pour l'acquéreur, de la firme acquise.

ΔB_t = accroissement, attribuable à la fusion, du flux monétaire net (après impôt) de l'acquéreur pendant la période t.

ρ = coût du capital de l'acquéreur.

n = nombre de périodes pendant lesquelles B_t sera augmenté.

C = coût de la firme acquise.

L'équation (1) nous propose de calculer la valeur présente de chacune des augmentations de flux monétaire (*cash flow*) attribuables à la firme acquise, d'en faire la somme et de soustraire le coût d'acquisition. Le résultat de ces opérations arithmétiques est la valeur présente nette du projet, c'est-à-dire l'augmentation, attribuable à la fusion, de la valeur présente des actions de la firme que nous appellerons ici l'acquéreur.

Puisque l'objectif de l'administrateur est de maximiser la valeur présente des actions de son entreprise, il lui suffira d'appliquer une règle de décision très simple. S'il doit choisir entre deux projets de fusion dont l'un exclut l'autre, il choisira celui dont la VPN est la plus élevée. S'il s'agit d'évaluer des projets indépendants, il devra se porter acquéreur de toutes les firmes pour lesquelles on a VPN > 0 [1]. En pratique, la valeur de chacun des ΔB_t nous sera donnée par une étude de l'entreprise que l'on se propose d'acquérir.

1. Cette règle suppose la disponibilité des fonds nécessaires au financement de tous les projets rentables. Nous discutons plus loin les conditions qui en assurent la validité.

Le rôle du négociateur consistera à minimiser C, le coût d'acquisition.

B) *Mesure des variables*

Un modèle comme celui de l'équation (1) a pour rôle d'indiquer les variables qu'il importe de considérer et l'importance qu'il faut attribuer à chacune. De fait, nous venons d'affirmer que, dans l'évaluation d'un projet de fusion, trois variables seulement sont importantes, soit ΔB_t, ρ et C. Comment peut-on les évaluer ?

1) *Recettes nettes* (ΔB_t)

ΔB_t représente l'augmentation des recettes nettes ou flux monétaire net de l'acquéreur. On voit par l'équation (1) que la VPN tient compte de la récupération du capital investi dans l'achat de la firme. Par conséquent, ΔB_t doit bien représenter un accroissement de recettes [2] et non un accroissement de profits. Si ΔB_t tenait compte de l'amortissement des actifs, on aurait tenu compte deux fois de la récupération du capital investi.

2) *Coût du capital* (ρ)

Le coût du capital est représenté par ρ. On sait que le coût du capital d'une entreprise est le taux de rendement minimum qu'il faut obtenir d'un investissement dont le but est de maximiser le patrimoine des propriétaires. Par conséquent, ce taux doit être au moins aussi élevé que celui que pourraient obtenir ces propriétaires s'ils se chargeaient eux-mêmes de placer leurs fonds. Pour que cette comparaison soit valable, il faut évidemment supposer qu'il s'agit d'investissements « comparables », c'est-à-dire d'investissements qui font partie de la même « classe de risque ».

Malheureusement, on n'a jamais très bien déterminé les conditions d'appartenance à une classe de risque. C'est ce qui rend difficile la mesure du coût du capital. Lorsque les recettes de différents investissements sont reliées par une corrélation parfaite, ces investissements font certainement partie de la même classe de risque, car cette corrélation parfaite implique nécessairement que les projets sont également sensibles aux fluctuations économiques. En première

2. Nous examinerons dans la partie II les sources d'accroissement des recettes.

approximation, on peut supposer que tous les investissements dans une industrie donnée répondent « assez bien » à notre description d'une classe de risque. Mais, pour le moment, les travaux théoriques et empiriques n'ont pas suffisamment progressé pour que nous puissions l'affirmer sans réserve. Il est possible que d'autres variables, comme la taille de l'entreprise, contribuent aussi à déterminer la classe de risque.

Si le raisonnement du paragraphe précédent est valide, le chiffre du coût du capital habituellement utilisé par une entreprise s'applique également à un projet de fusion avec une autre entreprise du même secteur industriel. Par contre, une fusion avec une entreprise d'un autre secteur ne peut être considérée comme un investissement « normal ». Elle fera probablement changer la classe de risque à laquelle appartient l'acquéreur. Le coût du capital, pour une telle transaction, devrait tenir compte de ce changement [3]. En d'autres mots, pour un acquéreur donné, la valeur numérique de ρ pourrait varier d'un projet de fusion à l'autre.

3) *Montant investi (C)*

C'est le coût de la compagnie acquise. Remarquons simplement que la forme de paiement, en soi, est sans importance. Que les vendeurs soient payés en argent, en actions ou en obligations ne modifie en rien la VPN.

Notons cependant que la fiscalité ou des frais de transaction supplémentaires pourraient conférer à la forme de paiement une certaine importance. Par exemple, les vendeurs sont parfois taxés moins lourdement lorsque la transaction prend la forme d'un échange d'actions [4]. À cause de ce facteur, le prix (C) qu'ils exigeront de l'acheteur pourrait être moindre pour un échange d'actions que pour un achat comptant. Il est également possible que la forme de paiement affecte le *cash flow* du vendeur. En effet, il est avantageux

3. Le problème soulevé ici est celui du changement de la volatilité d'une action. Ce changement se mesurera par celui du « coefficient bêta », de la covariance du rendement du titre avec celui du marché ou encore de son risque systématique. On trouvera une excellente discussion de ce problème dans R. Hamada [8] (les nombres entre crochets renvoient à la bibliographie).

4. À la suite des récentes réformes fiscales, les lois canadiennes de l'impôt sur le revenu, au chapitre des fusions, se sont rapprochées des lois en vigueur aux États-Unis. Voir D. Timbrell, dans Morin et Chippindale [3, chap. 8] et G.D. McCarthy [1, chap. 9].

d'acheter les actifs plutôt que les actions d'une entreprise lorsque le prix des actifs que l'on peut amortir pour fins d'impôt est supérieur au coût en capital non amorti. Remarquons ici que, dans les cas qui nous occupent, la fiscalité ou les frais de transaction modifient le *cash flow* des acheteurs ou des vendeurs. Nous discuterons plus loin des cas où les différences ne sont pas d'ordre réel mais comptable.

C) *Hypothèses sous-jacentes au modèle*

Le modèle de la valeur présente nette, que nous venons de présenter, est sans doute celui que proposeraient la plupart des théoriciens et les auteurs de manuels. Cependant, il cache, sous une simplicité apparente, plusieurs hypothèses assez restrictives. Nous allons maintenant expliciter quelques-unes d'entre elles.

Nous avons supposé que l'objectif des administrateurs était la maximisation de la valeur présente des actions ordinaires de l'entreprise qu'ils dirigent. Deux questions se posent ici. Comment savons-nous que l'objectif proposé est celui que poursuivent en fait les administrateurs ? Comment savons-nous que la maximisation de la valeur présente des actions ordinaires est équivalente à la maximisation de l'utilité ou du bien-être des actionnaires ?

1) *Objectifs des administrateurs*

À la première question, on ne peut que répondre qu'il s'agit d'une hypothèse de travail que, faute de mieux, les économistes utilisent habituellement. La faillite, les batailles de procuration, l'absorption par une autre firme et la liaison des revenus des administrateurs aux profits de l'entreprise sont des réalités dont l'existence devrait contraindre les administrateurs à maximiser le bien-être des actionnaires. Cependant, l'augmentation constante du nombre d'écrits sur le *managerial capitalism* indique qu'un certain nombre d'économistes ne croient pas que les mécanismes « du marché » soient suffisamment efficaces. Par ailleurs, ils n'ont pas jusqu'ici proposé d'hypothèses d'une supériorité évidente. À toutes fins utiles, nous ne disposons présentement d'une théorie financière suffisamment générale que pour le cas où le bien-être des actionnaires se confond avec celui des administrateurs. C'est donc le seul cas pour lequel nous puissions offrir des règles de décision générales.

2) *Théorème de la séparation*

Pour répondre à la deuxième question, nous allons invoquer le « théorème de la séparation », dont J. Hirshleifer a fait l'exposé dans un article devenu classique [5]. Le théorème affirme que les problèmes de choix des investissements et du mode de financement peuvent être résolus de façon indépendante. Dans une première étape, la firme détermine son budget optimal d'investissement en tenant compte du coût du capital et du *cash flow* de chaque projet. Le budget optimal est celui qui résulte de l'acceptation de tous les projets pour lesquels on a VPN > 0. Il est aussi le budget qui maximise la valeur présente de l'entreprise.

Pour les fins de la deuxième étape, on suppose que les taxes n'introduisent aucune distorsion dans les décisions et que les frais de transaction (monétaires et non monétaires) n'existent pas. De plus, chacun des actionnaires peut échanger, au coût du capital [6], la valeur présente de ses actions contre les biens de consommation ou les investissements qu'il désire. Puisque les échanges peuvent se faire sans entrave, chacun des actionnaires peut donc financer ses investissements en réduisant ou en escomptant ses recettes futures. Dans ce modèle théorique le problème du financement est essentiellement un problème d'agencement de la consommation, qui est résolu au niveau individuel. Libre à l'investisseur de consommer sa valeur présente maintenant ou plus tard, pourvu qu'il accepte d'accumuler ou d'escompter ses recettes au coût du capital. Quant à l'administrateur, il a rempli sa fonction en donnant à l'investisseur une valeur présente maximale.

En résumé, le modèle de l'équation (1) suppose que les administrateurs peuvent financer sans peine tous les projets pour lesquels on a VPN > 0. Les problèmes de liquidité n'existent pas. Un problème de choix se pose à l'entreprise, mais le problème du financement appartient aux actionnaires, qui peuvent le résoudre facilement puisqu'un marché parfait leur permet de prêter ou d'emprunter comme ils l'entendent, compte tenu du coût du capital et de la

5. J. Hirshleifer [10]. L'expression théorème de la séparation n'est pas utilisée dans l'article cité, mais elle l'est dans un ouvrage subséquent du même auteur, voir [11, p. 63]. Notons que ce terme est aussi employé, dans un sens quelque peu différent, en théorie de gestion du portefeuille, voir W. Sharpe [23, p. 70].

6. Notons que le modèle Fisher-Hirshleifer suppose un univers certain, où le « coût du capital » et le taux d'intérêt se confondent.

valeur présente de leurs actions. Que conclure lorsque le problème du financement se pose en réalité ? Lorsque le capital est rationné ? On est alors en présence de l'une des deux situations suivantes. Premièrement, les administrateurs ont sous-évalué le coût du capital et, par conséquent, il est possible que le projet considéré ne soit pas vraiment rentable. Deuxièmement, les marchés ne fonctionnent pas « assez bien », le modèle standard ne s'applique pas, et il faut trouver une solution *ad hoc* qui tiendra compte des contraintes qu'on ne peut infléchir.

Cette discussion nous suggère une conclusion dont l'importance pratique est considérable. L'hypothèse des marchés parfaits est incorporée dans le modèle de valeur présente nette [7], bénéfices actualisés ou autres (*discounted cash flow*) qu'exposent la plupart des auteurs de manuels. Si l'on doit, dans un cas particulier, rejeter cette hypothèse, on n'est plus assuré que le modèle continuera de nous indiquer le budget optimal d'investissement. Dans ce cas, il faudrait construire un modèle spécifique car la théorie économique n'offre des propositions généralement valables que pour les marchés parfaits. Ceci n'empêche pas notre modèle de serrer la réalité d'assez près pour être, semble-t-il, fréquemment utilisable.

D) *Le problème de l'incertitude*

Il importe encore de signaler que notre modèle ignore l'incertitude qui s'attache aux *cash flow* futurs ($\triangle B_t$). Il peut arriver que ce soit là un inconvénient mineur, mais il n'en sera pas toujours ainsi. Les techniques de simulation pourront alors être utiles. On remarquera cependant que le recours à ces techniques, préconisé par un grand nombre de théoriciens et praticiens, ne peut résoudre le problème fondamental : les modèles de *discounted cash flow*, comme tous ceux de la théorie classique des prix, supposent un univers certain. Nous avons sans doute là une explication de la popularité, auprès des administrateurs, de techniques comme celle de la période de récupération (*payback*). Dans un univers certain cette dernière

7. Nous n'avons pas mentionné ici les autres méthodes d'analyse de la rentabilité parce qu'elles n'ajouteraient rien à notre propos. Dans tous les cas où le taux de rendement interne, par exemple, est un guide valable, la valeur présente nette le sera aussi. Par ailleurs, il est des cas où il pourrait nous induire en erreur alors que la valeur présente nette indiquerait la bonne solution.

technique est absolument indéfendable, et pourtant, un grand nombre d'hommes d'affaires continuent de l'utiliser [8]. Les condamnations sommaires des théoriciens résultent sans doute de la tendance qu'ils ont souvent de raisonner à partir d'un univers certain alors que, dans le monde réel, les problèmes de liquidité et autres, attribuables à l'incertitude, se posent de façon continue.

E) *Aspects non économiques*

Le modèle représenté par l'équation (1) ne tient compte que de certains aspects économiques de la décision de fusionner. Un *merger* n'est rentable que s'il peut éventuellement faire augmenter la valeur présente des actions ordinaires de l'acquéreur. La croissance n'a, en elle-même, aucune valeur et le modèle rejetterait comme irrationnel tout projet de fusion dont le seul effet serait d'augmenter la taille de l'entreprise. De même néglige-t-il les problèmes comptables de dilution des profits et de présentation des états financiers.

Le problème de la dilution des profits est le suivant. Supposons connues les valeurs des variables ΔB_t, et C. Si l'on paie C en argent, le nombre d'actions de l'acquéreur demeurera constant et, par conséquent, son profit par action sera augmenté par la fusion pourvu que l'on ait $\Delta B_t > 0$. Par contre, si l'acquéreur paie en actions, le profit par action peut, dans l'immédiat, augmenter ou diminuer selon que le nombre d'actions a connu une augmentation inférieure ou supérieure à celle du profit [9]. C'est là un phénomène qu'ignore le modèle de l'équation (1) puisqu'il ne tient compte que des *cash flow* et ne distingue pas entre les diverses formes de paiement. L'acquisition d'une autre entreprise peut être rentable même si les gains par action diminuent dans l'immédiat parce qu'il faut attendre quelque temps avant que les diminutions de coût ou les augmentations de revenu attribuables à la fusion ne se matérialisent. L'équation (1) tient compte de cette possibilité puisqu'elle nous commande d'escompter ΔB_t. Il n'y a pas lieu de se préoccuper plus spécialement de la dilution des profits. La méthode d'analyse proposée suppose que les administrateurs et les actionnaires sont en mesure de

8. Sur ce sujet, voir M. Weingartner [25].
9. Voir l'article de J. F. Weston dans Alberts et Segall [2, pp. 117-138].

percer le « voile comptable » et ne s'attachent qu'aux facteurs qui modifient réellement leur patrimoine [10].

Les remarques précédentes s'appliquent au choix entre les méthodes comptables du *purchase* et *pooling of interest* [11]. Il est possible que la méthode *pooling*, utilisée à la suite d'une fusion, permette à une entreprise de déclarer un profit plus élevé qu'elle n'aurait pu le faire si elle avait investi le même montant (C) et obtenu les mêmes résultats ($\triangle B_t$) en choisissant la voie de l'expansion interne plutôt que celle de la fusion. Les hommes d'affaires semblent attacher une certaine importance à ce choix comptable [12]. Néanmoins, si l'on a confiance au modèle suggéré ici, il faut rejeter comme irrationnels de tels agissements, même si le coût en est probablement minime.

F) *Application au secteur public*

En pratique, le modèle suggéré ici est utilisé dans le secteur public aussi bien que dans le secteur privé. Nous nous contenterons de faire à ce sujet deux remarques qui nous semblent d'une importance capitale.

La première est d'ordre technique. Étant donné la disparité entre les coûts sociaux et les coûts privés, entre les revenus sociaux et les revenus privés, il peut arriver, pour une fusion donnée, que le secteur privé n'évalue pas de la même façon que le secteur public les variables $\triangle B_t$ et C. La disparité est attribuable au fait que les changements de flux monétaire mesurent assez bien les changements de valeur des ressources d'un entrepreneur privé, mais peuvent grandement surévaluer ou sous-évaluer les changements de valeur du patrimoine d'une société. Cependant, il sera généralement possible d'ajuster les chiffres, pour les fins du secteur public, de façon à conserver leur signification économique.

La seconde remarque est plus importante. Dans la première partie de notre discussion nous avons examiné le problème tel qu'il se présente à l'administrateur du secteur privé. Nous avons supposé

10. D'ailleurs, les observations expérimentales n'indiquent en rien que les administrateurs accordent une telle importance à la dilution des profits comptables. Voir Gagnon [4, pp. 114-124].

11. Voir l'article de W. Chippindale dans Morin et Chippindale [3, chap. 6], et G.D. McCarthy [1, chap. 7].

12. Voir Gagnon [4, chap. 1, 2 et 3].

que l'objectif de l'administrateur était la maximisation de la valeur présente des actions ordinaires de l'entreprise. Nous avons justifié ce critère en évoquant le théorème de la séparation, qui suppose que les actionnaires ont toujours la possibilité d'emprunter au « taux du marché » ou de vendre leur participation dans l'entreprise à un prix égal à sa valeur présente. Cette possibilité n'existant pas dans le secteur public, il est beaucoup plus difficile de voir comment le théorème pourrait s'y appliquer. On en est donc réduit à conclure que les résultats de l'analyse coûts-bénéfices ne mesurent que l'efficacité de l'allocation des ressources. Bien que ce soit là un renseignement important, la théorie ne va pas plus loin pour le moment ; la décision finale étant d'ordre politique, la théorie économique ne peut offrir une règle de décision claire en ce qui concerne la composition du budget d'investissements publics. Compte tenu de ces réserves, le modèle de l'équation (1) demeure valable au niveau des analyses préliminaires. De plus, il s'applique sans doute intégralement aux entreprises mixtes.

III — LE PHÉNOMÈNE DES FUSIONS

Nous allons maintenant passer de la théorie économique normative à la théorie positive [13] : au lieu de nous demander comment les administrateurs devraient analyser un projet de fusion, nous allons chercher pourquoi ils préfèrent la fusion aux autres modes d'expansion. Nous avons jusqu'ici tenu pour acquis que certains projets de fusion pouvaient avoir une valeur présente nette positive. Nous allons maintenant nous demander pourquoi il en est souvent ainsi et chercher si les données dont nous disposons nous permettent de tenir pour plausible l'hypothèse que, de fait, un grand nombre de fusions sont rentables.

Ainsi que l'indique notre modèle, le critère de rentabilité d'une fusion est son effet sur la valeur présente des actions de l'acquéreur. Si cet effet est positif, la fusion est rentable. S'il est nul ou négatif, elle ne l'est pas. Par ailleurs l'équation (1) nous indique toutes les sources possibles de profitabilité d'une fusion. En effet, les variables ΔB_t, ρ et C peuvent toutes trois « expliquer » la rentabilité d'un

13. La théorie normative est celle qui prétend fournir aux administrateurs des règles de décision. La théorie positive tente simplement d'expliquer le comportement des agents économiques.

projet de fusion. Nous allons donc les examiner tour à tour afin de déterminer les circonstances dans lesquelles chacune d'elles pourrait être source d'enrichissement pour l'acquéreur.

Considérons, en premier lieu, le cas où la valeur de $\triangle B_t$ est telle que l'on a VPN > 0. Cette situation est attribuable soit à une diminution de la concurrence, soit à des économies d'échelle réalisées grâce à la fusion.

A) *Diminution de la concurrence*

Selon la théorie économique classique, la constitution d'un monopole permet à un entrepreneur de réaliser des profits plus élevés que ceux qu'un marché concurrentiel lui permettrait d'obtenir. Il est moins évident, mais tout à fait plausible qu'en régime d'oligopole les profits seront plus élevés qu'en régime de concurrence parfaite. En effet, moins les concurrents sont nombreux [14] plus facile est la collusion explicite ou implicite des producteurs [15]. Par conséquent, il serait possible d'expliquer les fusions dont le résultat serait la création d'un monopole ou la disparition d'une proportion considérable de firmes concurrentes. Puisque la fusion a, sur l'expansion interne, l'avantage de faire disparaître un concurrent, elle pourrait être source de $\triangle B_t$ considérables lorsqu'elle a pour résultat la création d'un monopole ou d'un oligopole.

Bien que la diminution de la concurrence constitue une explication théorique satisfaisante du phénomène des fusions, il est peu probable qu'elle soit valable en fait. Les fusions réalisées par les conglomérats n'ont généralement pas pour but de restreindre la concurrence dans une région ou pour un produit donné, puisqu'elles réunissent sous une même administration des firmes dont les produits n'ont souvent entre eux aucune relation. De même, la fusion d'un grand nombre de petites entreprises qui font partie du même secteur industriel, mais qui sont situées dans des régions différentes, ne

14. Nous ne voulons pas nier par là que les régimes de monopole et d'oligopole se caractérisent moins par le nombre des concurrents que par l'obligation où se trouvent les firmes de tenir compte des réactions de leurs rivaux.

15. Une fusion peut évidemment être utilisée comme moyen d'attaque ou de défense dans une guerre entre des concurrents peu nombreux. Mais nous considérons que les guerres ont pour objet de diminuer le nombre des concurrents afin de faciliter la collusion qui, elle, permettra d'augmenter les profits ou de réduire les risques (ce deuxième point est traité ci-après). Dans cette optique, le monopole est simplement un cas extrême de collusion.

doit pas augmenter beaucoup le pouvoir de marché de l'acquéreur. La même remarque s'applique à l'intégration verticale.

Il faudrait qu'une fusion dont le but est de constituer un monopole permette de réaliser des profits considérables pendant une période relativement courte. En effet, à moins de barrières importantes à l'entrée, les profits monopolistiques élevés auraient tôt fait d'attirer des concurrents, ce qui entraînerait l'érosion du pouvoir du marché. De plus, une fusion dont résulterait un monopole risquerait d'être déclarée illégale. Si le but principal des fusions était de réduire la concurrence, elles auraient sans doute lieu entre de grandes firmes appartenant à des industries dont le taux de croissance est faible, car on peut facilement imaginer qu'il est plus facile de restreindre la concurrence dans un marché stable. Or, en réalité, les fusions sont surtout utilisées pour diversifier la production et pénétrer dans des marchés en rapide expansion [16]. De plus, ce sont surtout les firmes de taille intermédiaire qui ont recours à la croissance externe [17]. Ce sont des observations de cette nature qui ont amené la plupart des chercheurs à rejeter l'hypothèse de la restriction de la concurrence.

B) *Économies d'échelle*

Les fusions permettraient une meilleure allocation des ressources si elles étaient à l'origine d'économies d'échelle importantes. Par économies d'échelle on entend celles qui résultent de la concentration d'activités diverses dans des unités de production de grande taille. Elles résultent de la division des tâches et de la spécialisation de la main-d'œuvre, d'un recours plus intensif au capital, etc. Des économies d'échelle sont possibles non seulement en production, mais aussi en marketing, finance et recherche. On a souvent affirmé, par exemple, que les grandes firmes étaient seules capables de financer des laboratoires de recherche importants ou d'avoir accès aux marchés internationaux. Si cette seconde hypothèse était vérifiée, les fusions seraient vues d'un œil beaucoup plus sympathique par les gouvernements qui voudraient, d'une part, encourager les acquisitions dont le but est d'obtenir une production à coût réduit, alors

16. Voir M. Gort [5] et [6].
17. Voir M. Gort et T. Hogarty [6].

qu'ils tentent de combattre celles qui ont pour but la restriction de la concurrence.

1) *Production et marketing*

Il est peu probable qu'un grand nombre de fusions soit attribuable aux économies d'échelle en production ou en marketing. Les acquisitions, par les conglomérats, d'entreprises dont les produits sont de nature différente ou vendus sur des marchés distincts ne peuvent guère donner lieu à d'importantes économies d'échelle. Au contraire, si d'importantes économies peuvent être réalisées au niveau de la production, les firmes voudront allonger leurs propres lignes de production plutôt que d'acquérir celles d'une autre firme. De la même façon, il semble qu'un progrès technique important dans les méthodes de production devrait favoriser l'expansion interne plutôt que l'expansion externe.

Tableau 1

Coût d'émission de nouveaux titres, exprimé en pourcentage de la valeur de l'émission

Titres	Médiane	Valeurs extrêmes	
		Minimum	Maximum
Actions ordinaires			
a) émissions de moins de 3 millions de dollars	9.09	2.00	14.00
b) émissions de plus de 3 millions de dollars	6.38	5.00	10.00
Actions privilégiées			
a) émissions de moins de 3 millions de dollars	4.77	3.50	11.11
b) émissions de plus de 3 millions de dollars	4.00	3.50	6.50
Obligations			
a) émissions de moins de 3 millions de dollars	4.90	1.00	10.00
b) émissions de plus de 3 millions de dollars	2.85	0.50	5.00

SOURCE : The Investment Dealer's Association of Canada, *Brief to the Royal Commission on Banking and Finance*, 1962, volume II, appendice E, page 14.

Il est possible que la bonne réputation d'un produit ait un effet favorable sur les ventes d'autres produits offerts par la même entreprise. Mais ce facteur joue également dans le cas de l'expansion interne et, par conséquent, ne peut expliquer la popularité des fusions. De toute façon, si les économies d'échelle en production ou en marketing expliquaient le phénomène, on devrait observer que ce sont surtout les petites entreprises qui se fusionnent entre elles. Or, d'après les données de M. Gort [18], c'est le contraire qui est vrai.

2) *Financement*

Dans le domaine du financement, il est possible que des économies d'échelle puissent être réalisées. Ainsi que l'indique le tableau 1, les émissions de titres importantes coûtent proportionnellement moins cher que les petites émissions. Si les grandes entreprises sont aussi celles qui font d'importantes émissions, il est avantageux de fusionner les petites entreprises afin d'augmenter la taille moyenne de leurs émissions.

Notons cependant que cette économie sur les frais de transaction ne peut jouer que dans la mesure où les firmes ont recours au marché des capitaux pour financer leurs investissements. Lorsque les projets sont financés par le réinvestissement des profits, l'avantage d'une taille plus grande disparaît.

Dans le domaine du financement, une hypothèse différente est proposée par W.G. Lewellen [19]. Cet auteur croit que l'accroissement de la taille d'une entreprise permet de réduire le « risque de ruine » du prêteur, ce qui donnerait à l'emprunteur la possibilité de financer par emprunt une plus forte proportion de ses actifs. En effet, dans une économie où les profits sont sujets à l'impôt sur le revenu, le financement par emprunt est relativement moins coûteux que le financement par actions et, par conséquent, selon cette théorie, la fusion serait souvent la méthode d'expansion la plus avantageuse. De fait, le financement par emprunt est plus important pour les conglomérats que pour les autres entreprises [20]. Cependant, il n'est pas évident que le mécanisme décrit par Lewellen soit aussi efficace

18. Voir M. Gort [5, p. 632].
19. Voir W.G. Lewellen [15].
20. C'est du moins ce qu'indiquent les données de Weston et Mansinghka [27, p. 927].

qu'il ne le prétend [21]. D'autre part, on ne dispose encore d'aucune donnée qui permettrait de confirmer ou d'infirmer sa théorie.

3) *Compétence administrative*

Enfin, on pourrait formuler l'hypothèse que c'est la compétence administrative qui est source d'économies. On affirmerait du même coup qu'en général l'acquéreur possède une équipe d'administrateurs plus habile que celle de la firme acquise. Remarquons d'abord qu'il est difficile de définir, et encore plus difficile de mesurer, ce que l'on entend par compétence administrative. L'hypothèse est tellement générale qu'en fin de compte elle n'explique pas le phénomène. Les propositions qu'on ne peut infirmer ne sont pas du ressort de la recherche scientifique.

Si la supériorité d'une équipe d'administrateurs se situe dans une fonction particulière (finance, marketing, production, recherche), nous retombons dans l'un ou l'autre des cas discutés plus haut. Par ailleurs, dans la mesure où la compétence administrative résulte d'une connaissance approfondie des problèmes particuliers d'une industrie donnée, l'hypothèse ne peut expliquer le phénomène des conglomérats qui, par définition, appartiennent à plusieurs industries. Plusieurs auteurs [22] rejettent l'idée que la compétence administrative est un facteur de production si peu spécialisé qu'il est facilement transférable d'une industrie à l'autre.

Notons encore que certaines firmes ont pour politique d'acquérir des entreprises « bien administrées » et se proposent de garder les administrateurs en place. Il est donc peu probable, au moins dans ces cas, que ce soit la qualité du management qui soit en cause.

On peut résumer assez bien les impressions de ceux qui ont étudié le phénomène des fusions en affirmant qu'ils doutent fortement que les économies d'échelle puissent l'expliquer. On ne possède pas de données qui supporteraient cette hypothèse. De plus, les formulations dont nous disposons jusqu'à présent sont peu plausibles parce que les entreprises qui ont le plus recours à l'expansion externe avaient déjà atteint, avant la fusion, une taille telle qu'elles auraient dû déjà bénéficier des économies auxquelles on a pu penser jusqu'ici.

21. Voir R. Higgins [9].
22. Voir J. Dean et W. Smith dans Alberts et Segall [2, pp. 3-31].

C) *Motifs de la diversification*

Au cours des dernières années, les développements de la théorie de gestion du portefeuille ont rendu les théoriciens beaucoup plus conscients de la puissance de la diversification [23]. Il était donc naturel que l'on se demandât si le but principal des fusions n'était pas de stabiliser les profits et, par conséquent, de réduire le risque. Les tenants de cette théorie appliquent à l'acquéreur l'équation (1), que nous avons déjà examinée. Si une acquisition réduit la variabilité (risque) du *cash flow* de l'acquéreur, ses actionnaires actuels ou futurs réduiront le taux auquel ils escomptent le flux monétaire espéré. Par conséquent, la valeur présente de ces actions augmentera : une diminution du taux d'escompte (ρ) agit dans le même sens qu'une augmentation des profits (ΔB_t).

On peut penser qu'une firme dont les actifs sont répartis entre plusieurs industries aura des profits plus stables que le concurrent qui ne s'occupe que d'un seul produit. C'est ce qui a conduit deux chercheurs [24] à suggérer l'emploi du modèle de gestion du portefeuille pour expliquer les fusions. Malheureusement, leur travail empirique ne peut être très significatif parce que la base théorique est plutôt faible. En effet, pourquoi une plus-value des actions de l'acquéreur résulterait-elle d'une fusion alors que les investisseurs avaient déjà la possibilité de combiner [25] les actions dans leurs portefeuilles individuels ?

On doit penser que, dans un marché en équilibre, tous les investisseurs qui avaient intérêt à faire l'acquisition d'un titre pour diversifier leur portefeuille l'ont déjà fait. Par conséquent, ils ont fait monter ou baisser son prix de telle façon que sa « valeur de diversification », pour ainsi dire, est épuisée. Dès lors, une entreprise qui acquerrait ces actions à leur valeur marchande ajouterait à sa valeur présente un montant égal à leur coût et l'effet net serait nul. L'acte de fusion, en soi, n'ajoute rien à ce qui existait déjà. Pourquoi le marché récompenserait-il les responsables de la transaction en attribuant une valeur plus considérable aux actions de la firme qu'ils diri-

23. Voir W. Sharpe [23].
24. Voir K. Smith et J. Schreiner [24].
25. On suppose qu'avant la fusion il existait un marché pour les actions de toutes les entreprises qui y participent.

gent, alors que les investisseurs pouvaient eux-mêmes l'effectuer, à moindre frais, dans leurs portefeuilles individuels [26] ?

Au contraire, la fusion fait disparaître deux des trois combinaisons de titres qui s'offraient auparavant aux investisseurs. Les possibilités de choix étant plus restreintes, l'utilité des investisseurs s'en trouve diminuée et, à cet égard, l'effet de la fusion sur le prix des actions serait plutôt défavorable. Il apparaît donc que la théorie de la diversification repose sur des bases théoriques peu solides.

D) *Imperfection du marché*

Remarquons que les dernier paragraphes s'appliquent intégralement à la théorie « naïve » qui prétend qu'une firme dont le rapport prix-bénéfice est élevé peut facilement en acquérir une autre dont le rapport prix-bénéfice est faible. Si le marché continuait d'appliquer le multiplicateur le plus élevé à la somme des profits des deux entreprises, le prix des actions de l'acquéreur augmenterait indubitablement. Mais aucune théorie, aucune donnée ne permet de croire que les investisseurs sont aussi naïfs.

L'équation (1) indique que la variable C affecte aussi la valeur présente nette d'une acquisition. Si une firme peut en acquérir une autre à un coût C suffisamment bas, l'investisseur aura une valeur présente nette positive même si ΔB_t n'est que normal. Une telle acquisition serait une bonne affaire et pourrait avoir un effet favorable sur le prix des actions de l'acquéreur. Cette situation serait la conséquence d'imperfections du marché des capitaux.

Au cours de la discussion précédente nous avons fait l'hypothèse implicite que C, le coût de la firme acquise, était égal à sa valeur boursière (marchande). Si, pour quelque raison, le coût est inférieur à cette valeur marchande l'acquisition devient profitable et peut faire augmenter le prix des actions de l'acquéreur.

Nous empruntons ici la terminologie commode de W. Alberts [27] et classifions en 5 catégories les causes d'acquisitions à bon marché : erreurs de prévision du marché, distorsions d'ordre fiscal, manque de confiance en l'équipe d'administrateurs, coût du capital moins élevé pour l'acquéreur que pour le vendeur, négociation d'un prix

26. Cette position est celle de W. Alberts [2] et John Lintner [16]. Elle a été exposée de façon rigoureuse par H. Levy et M. Sarnat [14].

27. Voir W. Alberts [2, pp. 272-284].

avantageux. Tomberaient dans la première catégorie les cas où le marché sous-évalue le *cash flow* futur de la firme acquise. Tout investisseur qui peut faire des prévisions plus justes que l'ensemble de ses rivaux ou qui dispose de renseignements auxquels ces derniers n'ont pas accès obtiendra un taux de rendement plus élevé qu'eux. L'équipe administrative de l'acquéreur serait l'un de ces habiles investisseurs. Si nous acceptons cette hypothèse comme explication générale du phénomène, nous attribuons implicitement une clairvoyance inhabituelle à ceux qui ont choisi la voie de l'expansion externe.

Les distorsions d'ordre fiscal sont de deux types. L'acquéreur qui achète des actifs à un prix supérieur au montant non amorti pour fins d'impôt peut amortir au moins une partie de la différence, obtenant par là un crédit d'impôt qui serait refusé à l'ancien propriétaire. Celui qui vend ses actions réalise un gain de capital qui, dans plusieurs pays, sera moins taxé que le dividende qu'il aurait pu obtenir en conservant la propriété des actions. Nous n'analyserons pas en détail ces questions fiscales [28], mais nous soulignerons que nos remarques s'appliquent aux lois fiscales américaines et aux lois canadiennes qui seront en vigueur après la réforme fiscale. Il est possible que la fiscalité ait eu un effet sur la forme et le nombre de fusions qui ont eu lieu au cours des dernières années.

Si le « coût du capital » de l'acquéreur est inférieur à celui du vendeur et n'est pas affecté par la fusion — ce qui est improbable — celle-ci aura pour effet de faire augmenter la valeur de l'entreprise acquise et celle des actions de l'acquéreur. En effet, cela signifie que les profits de la firme acquise seront, après l'acquisition, escomptés par le marché à un taux inférieur à celui qui était utilisé auparavant. Par conséquent, leur valeur présente augmentera. Cependant, il importe de garder à l'esprit les remarques faites plus haut au sujet de la théorie de la diversification. Elles s'appliquent ici.

M. Gort [29] croit que les chocs qui font fluctuer les valeurs boursières sont aussi responsables des « vagues » de fusion. Lorsque les bourses connaissent d'importantes variations, les divergences d'opi-

28. Sur ce sujet voir G.D. McCarthy [1] et D. Timbrell, dans Morin et Chippindale [3, chapitre 8].
29. Voir M. Gort [5].

nion entre les investisseurs sont susceptibles d'augmenter et, par conséquent, le prix des actions peut plus facilement s'écarter de leur valeur. Les administrateurs qui croient avoir meilleur jugement que certains détenteurs d'actions en profiteront pour faire des offres d'achat. C'est de là que proviendrait la popularité plus ou moins cyclique [30] du mode d'expansion externe. M. Gort prétend que les données disponibles ne sont pas incompatibles avec son hypothèse [31]. Si cette dernière est valable dans le cas d'entreprises dont les actions sont transigées sur des marchés actifs, elle devrait également s'appliquer aux petites entreprises, qui sont présumément achetées et vendues sur des marchés très imparfaits.

E) *Résultats de recherches empiriques*

Dans les paragraphes précédents, nous avons examiné les sources possibles de rentabilité des fusions. Nous avons constaté qu'elles ne constituent pas un domaine d'activité dont la rentabilité est évidente. Quelle que soit la source de cette rentabilité (économies attribuables à une plus grande taille, diminution de la concurrence, meilleure administration, réductions d'impôt, etc.), elle devrait éventuellement avoir un effet sur la valeur des actions de l'acquéreur. C'est là le test ultime de la rentabilité des fusions. Par conséquent, nous pouvons nous demander s'il a été démontré que les fusions étaient rentables. De façon plus générale, nous pouvons poser la question suivante : quels sont les faits que nous croyons connaître à propos des fusions ? Nous les énumérons ci-après, en indiquant quelques études où elles sont discutées.

1) Il ne semble pas que le marché financier accorde aux acquéreurs un rapport prix-bénéfices plus élevé qu'aux compagnies acquises [32].
2) Le mode d'expansion, qu'il soit interne ou externe, ne semble pas avoir un effet significatif sur la rentabilité de l'entreprise, qu'on la mesure par le taux de rendement comptable des actifs ou l'effet sur le prix des actions [33]. Notons cependant que les résultats des recherches ne concordent pas entièrement. À la neutralité des fusions, S.R. Reid [34]

30. Le cycle dans les fusions a fait l'objet d'études par R. Nelson. Voir Alberts et Segall [2, 52-65].
31. Voir M. Gort [5].
32. M. Gort [5, p. 642] et J.F. Weston et F.K. Mansinghka [27, p. 926].
33. E. Kelly [13, p. 70] ; M. Gort et Hogarty [6, p. 173], Hogarty [12, p. 325].
34. S.R. Reid a participé à plusieurs études sur la rentabilité des fusions, voir références [20, p. 43].

opposé la conclusion qu'elles sont notoirement peu profitables, alors que J.E. Segall[35] croit que ses données prouvent qu'elles sont « quelque peu » profitables.

3) Bien que les fusions aient, pour l'ensemble des actionnaires, un effet neutre, il importe de distinguer les actionnaires qui achètent de ceux qui vendent. Ces derniers, dans l'ensemble, tirent profit des fusions car ils reçoivent une prime sur la valeur marchande de leurs actions. Cette prime représente souvent entre 15 p.c. et 30 p.c. de la valeur des actions vendues.[36, 37] En moyenne, les actionnaires de l'acquéreur perdent à peu près ce que gagnent ceux du vendeur.

4) Bien que, dans l'ensemble, les fusions ne semblent pas particulièrement profitables pour les actionnaires, on remarque que celles qui réussissent procurent aux investisseurs des taux de rendement très élevés.[38] On peut donc décrire les fusions comme une activité qui, pouvant être profitable, attire beaucoup d'entreprises, mais dont le risque est si élevé qu'en moyenne le taux de rendement est faible.

F) *Conclusion de la deuxième partie*

Que conclure de tout ceci ? La citation suivante décrit le sentiment de la plupart des économistes qui ont étudié le phénomène [39] :

There is no single hypothesis which is both plausible and general and which shows promises of explaining the current merger movement.

Il est bien possible qu'une telle hypothèse existe un jour mais, en attendant, nous sommes forcés d'admettre que nous connaissons relativement peu cet important phénomène. De plus, il est important de noter que toutes les données analysées ici décrivent les fusions de firmes américaines. Il est possible que dans d'autres pays où les firmes sont de taille moins grande les avantages économiques des fusions soient plus importants. Il serait particulièrement utile de vérifier cette hypothèse là où l'on suggère fortement aux gouvernements — et parfois avec succès — d'adopter des politiques favora-

35. J.E. Segall [22, p. 26].

36. G.D. McCarthy [1, pp. 96-102], J. Lorie et P. Halpern [17, pp. 161-162], M. Gort et T. Hogarty [6, p. 175].

37. Du point de vue méthodologique, les études sur lesquelles se fonde cette affirmation laissent quelque peu à désirer. Cependant, au moins une recherche récente de P. Halpern [7] devrait nous permettre de préciser nos connaissances sur ce point. Ce chercheur utilise une méthodologie qui lui permettra sans doute d'isoler les gains respectifs des deux groupes d'actionnaires. Nous ne croyons pas que ses résultats nous forcent à modifier substantiellement les conclusions exposées ici.

38. T. Hogarty [12, p. 326].

39. J. Segall [22, p. 19].

bles au regroupement des entreprises. De telles suggestions peuvent être justifiées, mais nous ne disposons pour le moment d'aucun indice qui permette de l'affirmer. Par ailleurs, il est possible que les fusions soient un mode de liquidation et de régénération d'entreprises sur leur déclin, plus « civilisé » et plus efficace que la faillite. [40]

Jean-Marie GAGNON,
Université Laval (Québec).

BIBLIOGRAPHIE

À celui qu'intéresse surtout la décision de fusionner, nous recommandons d'abord :

1. McCARTHY, George D., *Acquisitions and Mergers*, Ronald Press, New York, 1963.

Plusieurs contributions au volume suivant seront utiles :

2. ALBERTS, W.W. et J.E. SEGALL (rédacteurs), *The Corporate Merger*, The University of Chicago Press, Chicago, 1966.

Enfin, le problème est placé dans son contexte canadien par

3. MORIN D.D. et W. CHIPPINDALE, *Acquisitions and Mergers in Canada*, Methuen Publications, Toronto, 1970.

Le phénomène des fusions et la théorie sous-jacente sont étudiés dans les travaux que nous avons déjà cités.

4. GAGNON, Jean-Marie, « Some Tax and Accounting Aspects of Mergers », unpublished Ph.D. dissertation, The University of Chicago, 1970.

5. GORT, Michael, « An Economic Disturbance Theory of Mergers », *The Quarterly Journal of Economics*, LXXXIII, nº 4, novembre 1969, pp. 624-642.

6. GORT, Michael et F. Thomas HOGARTY, « New Evidence on Mergers », *The Journal of Law and Economics*, XIII, nº 1, avril 1970, pp. 167-184.

7. HALPERN, Paul, « Measurement of the Expected Economic Gain From Mergers and An Analysis of the Split of These Gains Among the Companies in the Merger ». Proposed Research in Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree of Doctor of Philosophy, Graduate School of Business, The University of Chicago. Aucune mention de la date.

40. C'est du moins ce qu'affirment des conglomérats Weston et Mansinghka [27].

8. HAMADA, Robert S., « Portfolio Analysis, Market Equilibrium and Corporation Finance », *The Journal of Finance*, mars 1969, pp. 13-31.

9. HIGGINS, Robert C., « Discussion », *The Journal of Finance*, XXVI, n° 2, mai 1971, pp. 543-545.

10. HIRSHLEIFER, J., « On the Theory of Optimal Investment Decisions », *The Journal of Political Economy*, LXVI, n° 4, août 1958, pp. 329-352.

11. HIRSHLEIFER, J., *Investment, Interest and Capital*, Prentice-Hall Inc., Englewood Cliffs, N.J., 1970.

12. HOGARTY, Thomas F., « The Profitability of Corporate Mergers », *The Journal of Business*, XLIII, n° 3, juillet 1970, pp. 317-327.

13. KELLY, Eamon M., *The Profitability of Growth Through Mergers*, Pennsylvania State University Press, The University Park, 1967.

14. LEVY, Haim et Sarnat MARSHALL, « Diversification, Portfolio Analysis and the Uneasy Case for Conglomerate Mergers », *The Journal of Finance*, XXV, n° 4, septembre 1970, pp. 795-802.

15. LEWELLEN, Wilbur G., « A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger », *The Journal of Finance*, XXVI, n° 2, mai 1971, pp. 521-537.

16. LINTNER, John, « Expectations, Mergers and Equilibrium in Purely Competitive Securities Markets », *The American Economic Review*, LXI, n° 2, mai 1971, pp. 101-111.

17. LORIE, James H. et Paul HALPERN, « Conglomerates : The Rhetoric and the Evidence », *The Journal of Law and Economics*, XIII, n° 1, avril 1970, pp. 149-166.

18. MUELLER, Denis C., « A Theory of Conglomerate Mergers », *The Quarterly Journal of Economics*, LXXXIII, n° 4, novembre 1969, pp. 643-659.

19. MYERS, Stewart C., « Procedures for Capital Budgeting Under Uncertainty », *Industrial Management Review*, IX, n° 3, printemps 1968, pp. 1-19.

20. REID, Samuel R., « Is the Merger the Best Way to Grow », *Business Horizon*, février 1969, pp. 41-49.

21. REID, Samuel R., « A Reply to the Weston/Mansinghka Criticisms Dealing With Conglomerate Mergers », *The Journal of Finance*, XXVI, n° 4, septembre 1971, pp. 937-946.

22. SEGALL, Joel E., « Merging for Fun and Profit », *Industrial Management Review*, hiver 1968, pp. 17-29.

23. SHARPE, William F., *Portfolio Theory and Capital Markets*, McGraw-Hill Book Company, New York, 1970.

24. SMITH, Keith V. et John C. SCHREINER, « A Portfolio Analysis of Conglomerate Diversification », *The Journal of Finance*, XXIV, nº 3, juin 1969, pp. 413-427.

25. WEINGARTNER, M., « Some New Views on the Payback Period and Capital Budgeting Decisions », *Management Science*, août 1969, B-588 - B-602.

26. WESTERFIELD, Randolph, « A Note on the Measurement of Conglomerate Diversification », *The Journal of Finance*, XXV, nº 4, septembre 1970, pp. 909-914.

27. WESTON, J. Fred et Surenda K. MANSINGHKA, « Tests of the Efficiency Performance of Conglomerate Firms », *The Journal of Finance*, XXVI, nº 4, septembre 1971, pp. 919-936.