

# **Performance boursière suite aux fusions et acquisitions : effet «*événement*» ou effet «*marché*» ? Le cas des Etats-Unis**

Alain Finet – Docteur en Sciences de Gestion  
Toni Mpasinas- Chercheur PAI  
Service Economie et Gestion de l'Entreprise  
Université de Mons-Hainaut  
17, Place Warocqué  
7000, Mons  
Belgique  
32478231251  
3265373279  
Fax 3265373054  
alainfinet@hotmail.com

## 1. Introduction

Les opérations de rapprochement entre les entreprises constituent une problématique largement débattue ces dernières années. On peut penser que la forte médiatisation de certains cas de rapprochement a été à la base de cet engouement (citons par exemple pour les Etats-Unis, le cas d'Exxon et de Mobil et, plus récemment, celui d'Hewlett-Packard et de Compaq), et ce d'autant plus que ces opérations ont généralement été à la base d'importants mouvements de capitaux.

Plusieurs autres raisons peuvent aussi expliquer cet état de fait.

Premièrement, le nombre élevé d'opérations de ce genre permet la construction d'échantillons de taille importante à partir desquels il est possible de dégager certaines tendances : par exemple, quels sont les facteurs d'ordre culturel qui permettent d'assurer la réussite de ce type d'opérations ? A qui profitent ce type d'opérations ?

Deuxièmement, dans le cas d'un rachat, le mode de paiement ainsi que la somme versée pour l'acquisition peuvent également conditionner la réussite finale de l'opération analysée et le comportement des investisseurs boursiers à l'annonce de ces événements (Vandelanoite, 2001)<sup>1</sup>.

Troisièmement, les effets de ces opérations peuvent être fortement dilués dans le temps ; les analyses peuvent dès lors dépendre de l'horizon temporel pris en considération. A court terme, on peut penser que l'utilisation de la méthodologie des études d'événements va permettre de dégager les effets boursiers de ces opérations. A plus long terme, la technique du *bootstrap* est généralement celle utilisée pour estimer les éventuels différentiels de performance suite au rapprochement. Par rapport au processus de création de valeur, il s'agit de savoir si la somme des mouvements de valeur boursière (entreprise-initiatrice et entreprise-cible) est positive.

Quatrièmement, à chaque opération de rapprochement, deux entreprises sont systématiquement à prendre en considération : l'entreprise-initiatrice et l'entreprise-cible ; les effets pouvant être différents selon l'entreprise considérée. Pour les entreprises-cibles, si elles sont cotées, il est possible que celles-ci ne le soient plus après la fusion, tant et si bien que les évaluations peuvent être difficilement réalisables.

---

<sup>1</sup> Vandelanoite (2001), "Les annonces d'offres publiques : incidence du mode de paiement sur les rendements et sur l'activité d'échange", *Actes de l'Association Française de Finance*, Namur, Belgique, juin 2001, 23 pages

Selon la littérature économique et financière actuelle, le processus de création de valeur boursière reste, d'une manière générale, fortement problématique. A ce niveau, deux approches sont envisageables : une approche qualitative<sup>2</sup> (basée sur des entretiens avec des personnes-ressources au sein des entreprises fusionnées) et une approche quantitative (basée sur l'analyse de l'effet des opérations de rapprochement sur la performance, et ce sur un nombre important d'entreprises ; c'est le choix méthodologique le plus souvent retenu). Au niveau qualitatif, citons l'étude qualitative de Kaplan, Mitchell, Wruck (1997) de laquelle il ressort que la réussite dépend de la capacité des managers de l'entreprise initiatrice à repérer les éventuelles synergies envisageables avec la cible, des structures organisationnelles mises en place et des systèmes de rémunération.

Notre analyse se focalisera sur une approche de nature quantitative, au départ d'un échantillon constitué de 41 entreprises. Au niveau quantitatif, les résultats des analyses des fusions et d'acquisitions sont ambigus et dépendent aussi du type de rapprochement.

D'une part, pour les opérations de F&A se traduisant par la création de conglomerats, les résultats se sont souvent traduits par des échecs (Mucchielli, Kohler, 2000)<sup>3</sup>.

D'autre part, sur le marché français, Hubler et Schmidt (2000)<sup>4</sup> ont montré qu'il convenait de distinguer les opérations d'acquisitions de celles d'alliances ; les effets sur la valorisation des entreprises pouvant être fondamentalement différents selon les opérations analysées. Selon les auteurs, les annonces d'acquisitions ont un impact globalement positif sur la richesse des actionnaires, contrairement aux opérations d'alliances pour lesquelles un impact négatif a été relevé. La raison avancée pour expliquer cette différence provient de l'incertitude et du risque plus importants liés aux opérations d'alliances que pour les rapprochements. Il s'agit fondamentalement, dans ce cas, d'une méfiance importante des marchés boursiers quant aux capacités managériales à réussir ce type d'opérations.

De manière intuitive, on peut penser que les entreprises se rapprochent afin d'améliorer leurs niveaux d'efficacité en éliminant certains coûts et en offrant un produit plus attractif. De plus, les entreprises peuvent alors profiter d'une position plus forte sur

---

<sup>2</sup> Kaplan, Mitchell, Wruck (1997), "A Clinical Exploration of Value Creation and Destruction in Acquisitions : Organizational Design, Incentives, and Internal Capital Markets", Working Paper, University of Chicago, 45 pages

<sup>3</sup> Mucchielli, Kohler (2000), «Déterminants et conséquences des fusions-acquisitions», *Revue Française de Gestion*, n°131, pp.6-19

<sup>4</sup> Hubler, Schmidt (2000), «Alliances, acquisitions et valorisation boursière», *Revue Française de Gestion*, n°131, pp.85-97

le marché. Dans ce cas, on peut penser que, sur un marché efficient, la valeur combinée des deux entités augmente à l'annonce du rapprochement.

Cet article s'articule fondamentalement en quatre parties :

- nous présentons les différentes variables susceptibles d'expliquer les mouvements d'opérations de rapprochement entre les entreprises. Nous nous référons notamment à la problématique des opérations de rapprochement en tant que mesures de discipline des dirigeants ou d'accroissement du pouvoir discrétionnaire ;
- nous effectuons un parcours de la littérature sur cette problématique en essayant de dégager les invariants sous-tendant les opérations que nous nous proposons d'analyser ;
- nous présentons l'échantillon sur lequel portera notre étude empirique ainsi que la méthodologie retenue ;
- nous essayons, sur base des résultats obtenus, de réaliser certains parallélismes avec les études antérieurement réalisées.

## **2. Analyse du processus de création de valeur associé aux opérations de fusions et d'acquisitions : état de l'art**

Plusieurs études se sont focalisées sur la liaison entre les opérations de fusions et d'acquisitions. De ces études, il est toutefois difficile de tirer des conclusions, étant donné les problèmes au niveau des spécifications méthodologiques et la difficulté de généralisation internationale des effets. Toutefois, plusieurs études paraissent intéressantes pour comprendre l'effet des opérations de fusions et d'acquisitions sur la performance des entreprises (citons Ghosh, 2001<sup>5</sup>, Loughran, Vijh, 1997<sup>6</sup>, Healy, Palepu, Ruback, 1992<sup>7</sup>).

Selon l'étude réalisée par Ghosh (2001), de manière globale, et sur base de la technique du pairage, il ressort que les entreprises ayant connu des opérations de fusions et d'acquisitions ne connaissent pas des niveaux de performance opérationnelle plus élevés que les entreprises qui leur sont associées. Cependant, l'étude révèle que les acquisitions en cash sont à la base d'accroissements des cash flows opérationnels. Cet état de fait serait dû à des niveaux de ventes plus élevés et pas à des mesures de réduction de coûts : les acquisitions en cash induiraient donc une meilleure gestion des actifs des entités réunies. Par contre, les acquisitions au départ d'actions ne débouchent pas sur de meilleures performances organisationnelles. L'auteur s'interroge sur la capacité de ce type de rapprochements à profiter de synergies commerciales et/ou de production. Dans ce cadre de réflexion, il apparaît que le mode de paiement de l'opération ait une influence prépondérante sur le comportement des actionnaires.

Selon l'étude réalisée par Wang (1999)<sup>8</sup>, les opérations de rapprochement dans le secteur bancaire ne permettent pas en moyenne de dégager des accroissements de valeur, ceci s'expliquant par le fait que les gains au niveau de la cible sont compensés par les pertes au niveau de l'entreprise initiatrice. Les effets les plus importants ne sont perceptibles qu'à très court terme, c'est-à-dire le jour de l'annonce par l'entreprise elle-même. Selon l'auteur, les

---

<sup>5</sup> Ghosh (2001), «Does operating performance really improve following corporate acquisitions ?», *Journal of Corporate Finance*, n°7, pp.151-178

<sup>6</sup> Loughran, Vijh (1997), «Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions ?», *Journal of Finance*, vol.52, pp.1765-1790

<sup>7</sup> Healy, Palepu, Ruback (1992), «Does corporate performance improve after mergers ? », *Journal of Financial Economics*, vol.31, pp.135-175

<sup>8</sup> Wang (1999), «Do Bank Mergers in the 1990s Create Value ? – An Event Study», Working Paper, University of Michigan, Department of Economics, 57 pages

opérations de rapprochement dans le secteur bancaire ne semblent pas être perçues comme favorisant des gains en matière d'efficacité qui résulteraient de la combinaison des activités.

### **3. Les opérations de fusions et d'acquisitions : quelles liaisons avec la notion de gouvernement d'entreprise ?**

Plusieurs études ont montré l'importance des styles de gouvernement d'entreprise dans l'éventuelle réussite des opérations de rapprochement, notamment dans le cas d'une politique de diversification. Dans cet ordre d'idée, Lins et Servaes (1999)<sup>9</sup> montrent par exemple pour les entreprises diversifiées en Allemagne qu'une concentration forte du capital aux mains d'*insiders* permettait une amélioration de la valorisation des entreprises concernées (contrairement aux cas du Japon et de celui du Royaume-Uni).

L'idée centrale présente dans les opérations de rachat d'entreprise est, pour l'entreprise initiatrice, de prendre le contrôle d'une activité dont elle s'estime en mesure de gérer de manière plus efficace que l'ancienne équipe dirigeante. Cette liaison nous semble d'autant plus pertinente que des analyses récentes (Séverin, 2000)<sup>10</sup> ont montré que des volumes importants de transaction (qui pourraient conduire à des opérations de fusions et d'acquisitions) influençaient positivement le comportement des dirigeants en vue d'agir conformément aux intérêts des investisseurs.

Nous posons comme hypothèse que les opérations de fusions et d'acquisitions auront un effet négatif sur la valorisation boursière de l'entreprise initiatrice de l'opération. Cette hypothèse semble être en accord avec la littérature économique et financière actuelle, notamment celle concernant le gouvernement d'entreprise. Nous étayons cette hypothèse en nous référant au gouvernement d'entreprise ; la liaison entre les opérations de rapprochement et le gouvernement d'entreprise est un sujet qui est, à l'heure actuelle, largement débattu.

---

<sup>9</sup> Lins, Servaes (1999), «International Evidence on the Value of Corporate Diversification», *The Journal of Finance*, vol.54, n°6, pp.2215-2239

<sup>10</sup> Séverin (2000), "Structure de propriété et performance des firmes : analyse du cas français", *Working Paper*, Université de Lille 2, GERME-ESA, 21 pages

Par exemple, Anderson, Bates, Bizjak, Lemmon (1998)<sup>11</sup> ont montré que les entreprises qui se diversifient ont des caractéristiques en matière de gouvernement d'entreprise comparables à celles d'entreprises qui ne se diversifient pas. Les entreprises qui se diversifient ont recours à plus d'administrateurs extérieurs, ont des taux de renouvellement des équipes dirigeantes plus importants (ce résultat va à l'encontre de ce qui est généralement reconnu par la théorie de l'agence et de l'enracinement des dirigeants).

Holmstrom et Kaplan (2001)<sup>12</sup> montrent que l'accroissement du nombre d'opérations de fusions et d'acquisitions à partir des années 80 résulte de l'orientation de plus en plus forte vers une gestion basée sur la création de valeur pour les actionnaires ; orientation résultant elle-même de la présence de plus en plus importante des investisseurs institutionnels. Selon les auteurs, la liaison entre le gouvernement d'entreprise et les opérations de fusions et d'acquisitions est claire ; par exemple, dans les années 80, les dettes contractées pour le financement de ce type d'opérations ont permis de limiter les problèmes de *free cash flow* dans la mesure où il s'agissait, pour le gestionnaire, d'utiliser le cash flow pour le remboursement des intérêts.

Dans cette optique, nous postulons donc que les opérations de fusions et d'acquisitions vont être à la base d'un processus d'accroissement du pouvoir discrétionnaire de l'équipe dirigeante de l'entreprise initiatrice ; processus pas nécessairement favorable aux actionnaires de l'entreprise. Notre approche se veut, à ce niveau, principalement comportementale, c'est-à-dire en quoi certaines décisions prises par les dirigeants peuvent être a priori destructrices de valeur pour les actionnaires de l'entreprise initiatrice. A cette fin, nous nous référons aux développements théoriques proposés par le gouvernement d'entreprise, et notamment les différents moyens à la disposition des dirigeants pour *s'enraciner*, c'est-à-dire se créer une position incontournable de laquelle il ne sera que difficilement possible de l'évincer.

La théorie de organisations postule soit qu'il y a accord sur un objectif de maximisation du profit, soit qu'il existe des poches d'inefficience qui font que cet objectif de maximisation des profits ne peut être atteint. Les poches d'inefficience résultent, en fait, d'un comportement actif des dirigeants qui vont essayer de contourner les mécanismes disciplinaires auxquels ils sont soumis, tant et si bien qu'ils vont se créer une position incontournable au sein de l'entreprise. Par rapport à ces imperfections, les mécanismes de surveillance sont de deux

---

<sup>11</sup> Anderson, Bates, Bizjak, Lemmon (1998), "Corporate Governance and Firm Diversification", Working Paper, Arizona State University, 27 pages

<sup>12</sup> Holmstrom, Kaplan (2001), «Corporate Governance and Merger Activity in the US : Making Sense of the 1980s and 1990s », *NBER Working Paper*, n°8220, 45 pages

types : internes et externes (par exemple Charreaux, 1997<sup>13</sup>). Les mécanismes internes comprennent le Conseil d'Administration et la surveillance par les autres membres de l'organisation ; les mécanismes externes comprennent les OPA, les banques, le marché du travail. Ces différentes mesures font partie d'un mouvement de pensée qui met en évidence le fait que les actions des dirigeants doivent être contrôlées, sans quoi le dirigeant n'agira pas nécessairement en fonction des intérêts des actionnaires.

A ce niveau, il convient donc de postuler le rôle central joué par les dirigeants. Dans ce cadre, l'analyse des décisions prises par les dirigeants constitue un thème de réflexion dont la base théorique pose qu'il y a soit accord sur une norme de maximisation de profit (par le biais de mécanismes de sélection naturelle appliqués aux sciences de gestion, c'est-à-dire qu'un dirigeant peu performant est évincé du processus de prise de décision), soit que la position du dirigeant est telle qu'il peut tirer parti à titre personnel de son style de gestion (sous contrainte de rentabilité minimale)<sup>14</sup>. Dès lors deux possibilités sont envisageables. Premièrement, il y a accord sur la perspective néo-classique selon laquelle tous les choix individuels convergent vers un objectif commun de maximisation de la richesse de l'entreprise. Deuxièmement, la critique de la théorie néo-classique des organisations est formalisée au sein de la théorie des conventions (Postel, 1998)<sup>15</sup> et de la théorie de l'X-efficienc (De Alessi, 1983)<sup>16</sup>. Ces deux théories mettent en avant la notion de *rationalité limitée* qui montre que les individus peuvent choisir d'adopter des attitudes qui ne correspondent pas nécessairement aux objectifs de maximisation de la richesse de l'entreprise ; le degré de déviation pouvant être déterminé par la personnalité de l'individu et par le contexte économique. Dans ce cadre, la théorie de l'enracinement des dirigeants permet de prendre en considération l'intérêt personnel dans la pensée managériale<sup>17</sup>.

De manière fondamentale, la théorie de l'enracinement tente d'expliquer pourquoi des formes organisationnelles non efficaces continuent d'exister sur des marchés supposés concurrentiels où toute forme d'inefficacité devrait, selon un schéma néo-classique, être

---

<sup>13</sup> Charreaux (1997), "L'entreprise publique est-elle nécessairement moins efficace ?", *Revue Française de Gestion*, n°115, pp.38-56

<sup>14</sup> Paquerot (1996), «L'enracinement des dirigeants et ses effets», *Revue Française de Gestion*, n°111, pp.212-226

<sup>15</sup> Postel (1998), «L'économie des conventions : une approche instrumentale de la rationalité individuelle ?», *Revue Economique*, vol.49, n°6, pp.1473-1496

<sup>16</sup> De Alessi (1983), «Property Rights, Transaction Costs, and X-Efficiency : An Essay in Economic Theory», *The American Economic Review*, vol.73, n°1, pp.64-81

<sup>17</sup> Eisinghardt (1989), «Agency Theory : an Assessment and Review», *Academy of Management Review*, vol.14, n°1, pp.57-74



directement sanctionnée<sup>18</sup>. Cette théorie permet de constater que certains choix stratégiques pris par les dirigeants peuvent s'intégrer dans une stratégie globale d'enracinement, ceux-ci parviennent à se créer une position dominante et difficilement contournable au sein de l'entreprise. Selon cette théorie, les dirigeants développent des stratégies pour assurer leur place dans l'organisation et évincer d'éventuels concurrents (les dirigeants utilisent les ressources de l'entreprise pour s'enraciner et maintenir leur pouvoir discrétionnaire). Selon nous, la réaction négative des marchés proviendrait du fait que les opérations de fusions et d'acquisitions peuvent s'inscrire dans une volonté de la part des dirigeants à assouvir des rêves «mégalomanes» (théorie de l'Empire Building). De plus, les accords formels et informels éventuellement passés avec l'équipe dirigeante de l'entreprise absorbée peuvent faire que le dirigeant va accroître de manière importante son pouvoir discrétionnaire à la suite du rapprochement entre les deux entités.

Au niveau de la firme absorbée, on peut penser que l'opération de reprise pourrait avoir une influence favorable sur la valorisation boursière de l'entreprise. Cette hypothèse s'intègre de manière fondamentale au niveau de la théorie du *Free Cash Flow* (Jensen, 1986)<sup>19</sup> selon laquelle les managers préfèrent maximiser leur fonction d'utilité personnelle plutôt que de distribuer le cash flow aux actionnaires. L'idée de base est de se dire que si les mécanismes de gouvernement des entreprises ne fonctionnent pas de manière efficiente, les dirigeants vont éviter de distribuer le cash flow, ce qui pourrait entraîner une réduction de la taille de l'entreprise ainsi que les ressources à leur disposition (cf sur cette problématique Morck, Shleifer, Vishny (1990)<sup>20</sup>, Lang, Stulz, Walking (1991)<sup>21</sup>, Servaes (1994)<sup>22</sup>). Par conséquent, les opérations de reprise vont permettre d'évincer les managers non performants et de développer de nouvelles politiques d'investissement, ce qui devrait avoir un effet positif sur la performance globale des entreprises reprises.

---

<sup>18</sup> Alexandre, Paquerot (1998), «Efficacité des structures de contrôle et enracinement des dirigeants : une application par le bootstrap», *Actes de l'Association Française de Finance*, Lille, Juillet 1998, 25 pages

<sup>19</sup> Jensen (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow. Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, vol.76, pp.323-329

<sup>20</sup> Morck, Shleifer, Vishny, "Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions ?", *Journal of Finance*, vol.45, pp.31-48

<sup>21</sup> Lang, Stulz, Walking (1991), "A Test of the Free Cash Flow Hypothesis : The Case of Bidder Returns", *Journal of Financial Economics*, vol.29, pp.315-335

<sup>22</sup> Servaes (1994), "Do Takeover Targets Overinvest ? ", *The Review of Financial Studies*, vol.7, n°2, pp.253-277

Notre analyse se focalise sur les effets des opérations de fusions et d'acquisitions en ce qui concerne les entreprises initiatrices ; ce qui veut dire que nous testons la réaction des marchés boursiers à ce qui pourrait correspondre à une augmentation du pouvoir discrétionnaire des dirigeants et pas celle liée à une éventuelle réduction des zones d'inefficience dans les entreprises absorbées.

En conclusion, l'hypothèse de réaction négative des marchés boursiers pour les entreprises-initiatrices d'opérations de fusions et d'acquisitions se base sur plusieurs éléments de réflexion : une augmentation éventuelle du pouvoir discrétionnaire des managers, du cash flow non distribué aux actionnaires, des synergies pas nécessairement identifiées.

#### **4. Méthodologie retenue**

La méthodologie que nous avons décidé de retenir se base sur les études d'événements ; c'est-à-dire dans quelle mesure un événement (dans notre cas, l'annonce d'une opération de fusion et acquisition) peut éventuellement affecter la valorisation boursière d'une entreprise. Concrètement, on calcule une rentabilité attendue sur une période d'estimation (7 mois boursiers avant l'événement). Cette rentabilité est comparée à celle réellement observée sur la période d'événement (2 mois autour de l'événement), c'est-à-dire la période proche de l'annonce. Le jour de l'annonce de l'événement est noté jour 0. Cette méthodologie est couramment utilisée dans le domaine de la Finance (Fama, Fisher, Jensen, Roll, 1969)<sup>23</sup>, par exemple lors des opérations de changements de dirigeants (par exemple, Dherment-Ferere 1998<sup>24</sup>, Mian, 2001<sup>25</sup>).

L'hypothèse de base de cette méthodologie est que les marchés boursiers sont semi-efficients, c'est-à-dire que les cours de Bourse reflètent toute l'information disponible sur l'entreprise, ainsi que les informations sur les cours antérieurs (Brown, Warner, 1985)<sup>26</sup>. La norme à laquelle est comparé le rendement observé est généralement obtenue en utilisant le modèle de marché. Celui-ci lie la rentabilité du titre à celle du marché dans sa globalité. Le rendement de marché retenu dans cette méthodologie est généralement un indice composite.

D'autres modèles existent aussi : par exemple la comparaison directement avec le rendement de marché, la comparaison avec le rendement moyen. Toutefois, dans certains cas (par exemple sur le NASDAQ), plusieurs études ont montré les limites de l'utilisation de tests paramétriques pour mettre en évidence des rentabilités anormales à l'annonce d'événements (citons Campbell, Wasley, 1993<sup>27</sup>, Corrado, 1989<sup>28</sup>). Pour cette raison, nous avons préféré

---

<sup>23</sup> Fama, Fisher, Jensen, Roll (1969), "The Adjustment of Stock Prices to New Information", *International Economic Review*, vol.10, n°1, pp.1 – 21

<sup>24</sup> Dherment-Ferere (1998), "Changement de dirigeant et richesse des actionnaires : une analyse explicative multivariée", *Finance Contrôle Stratégie*, vol.1, n°1, pp.71-97

<sup>25</sup> Mian (2001), "On the Choice and Replacement of Chief Financial Officers", *Journal of Financial Economics*, vol.60, n°1, pp.143-175

<sup>26</sup> Brown, Warner (1985), "Using Daily Stock Returns : the Case of Event Studies", *Journal of Financial Economics*, vol.14, n°3, pp.3-31

<sup>27</sup> Campbell, Wasley (1993), "Measuring Security Price Performance Using Daily NASDAQ Returns", *Journal of Financial Economics*, vol.33, n°1, pp.73-92

<sup>28</sup> Corrado (1989), "A Nonparametric Test of Abnormal Security – Price Performance in Event studies", *Journal of Financial Economics*, vol.23, n°2, pp.385-395

utiliser un test de nature non-paramétrique : le test des rangs (Conover, 1980)<sup>29</sup>. Celui-ci a pour objectif de remplacer les rentabilités observées par un rang. On calcule ensuite un rang normal ; celui-ci est comparé au rang réellement observé. Enfin, un test d'hypothèse est utilisé pour connaître l'éventuel caractère statistiquement significatif du rang anormal (différence entre le rang observé et le rang normal) mis en évidence. Cependant, deux problèmes sont liés à l'utilisation de ce test :

- la comparaison ne se fait pas avec une norme extérieure au titre, comme dans le cas d'une comparaison avec un rendement de marché ;
- il est possible que l'accroissement en terme de rang ne soit, en fait, que peu proportionnel à l'accroissement en terme de rendement, et donc, par ce test, l'effet de l'événement peut être plus ou moins sous-estimé.

De manière opérationnelle, nous travaillerons comme suit :

- premièrement, nous avons récolté un groupe de 41 entreprises cotées (22 sur le NASDAQ et 19 sur le NYSE) et ayant acquis une entreprise en 1998 ou 1999 ;
- à partir de cet échantillon, nous calculons l'effet de l'annonce de ces rachats sur la valorisation boursière des entreprises initiatrices (étude de réaction) ;
- en fonction des résultats obtenus, nous essayons de réaliser des rapprochements avec les développements théoriques sur la problématique des fusions et acquisitions.

Nous avons décidé de travailler en terme de rentabilités mais aussi en terme de volumes échangés. En effet, il est possible que, même si l'événement analysé n'a pas d'effet sur la rentabilité boursière de l'entreprise, les volumes échangés soient anormalement élevés ; dans ce cas, l'événement provoquerait donc une période de forte instabilité marquée par un accroissement important des échanges d'actions.

---

<sup>29</sup> Conover (1980), "Practical Nonparametric Statistics", John Wiley and Sons

## **5. Echantillonnage**

L'échantillon sur lequel porte l'étude comprend au total 41 entreprises (19 cotées sur le NYSE et 22 sur le NASDAQ). L'échantillon regroupe les 50 plus importantes fusions s'étant opérées aux Etats-Unis dans la Silicon Valley en 1998 et 1999. Ces opérations ont été répertoriées au départ de la base de données créée par Bellantoni (2000)<sup>30</sup> et obtenue sur Internet au départ du site <http://www.findarticles.com>. Toutefois, en fonction de la disponibilité des données boursières (obtenues directement au départ du site Internet du NASDAQ – <http://www.nasdaq.com>) , notre échantillon final ne comprend que 41 entreprises que nous avons, par la suite, subdivisées en deux groupes selon le marché sur lequel elles sont cotées.

---

<sup>30</sup> Bellantoni (2000), "Largest Mergers and Acquisitions", *Business Journal*, 28 avril 2000

## 6. Résultats obtenus

### Résultats obtenus pour les rentabilités – NYSE, n=19

	Moyenne	rg anormal	rg anormal cum	SE	Z
-20	68,1467293	-11,8532707	-11,85327073	10,3690695	-1,14313736
-19	83,383669	3,38366896	-8,469601772	11,1830266	0,30257184
-18	84,2128435	4,21284349	-4,256758286	9,97146898	0,42248975
-17	80,5649457	0,5649457	-3,691812584	9,59583431	0,05887406
-16	87,8060443	7,80604432	4,114231739	9,58128212	0,81471814
-15	85,04822	5,04821995	9,162451692	12,6492015	0,39909396
-14	72,8762664	-7,12373358	2,038718111	12,1389064	-0,58685135
-13	74,0623326	-5,93766736	-3,898949246	11,9323395	-0,49761133
-12	78,8243957	-1,17560428	-5,074553521	10,4777713	-0,11219984
-11	77,3554162	-2,64458383	-7,719137348	10,4327417	-0,25348886
-10	83,6105689	3,61056893	-4,108568422	10,7917111	0,33456872
-9	89,9105986	9,91059863	5,802030211	8,59688206	1,15281314
-8	84,1205996	4,12059963	9,922629845	10,7670118	0,38270597
-7	67,8745679	-12,1254321	-2,202802277	11,1479695	-1,08768078
<b>-6</b>	<b>101,073596</b>	<b>21,0735965</b>	<b>18,87079419</b>	<b>10,2883046</b>	<b>2,04830604</b>
-5	79,7875484	-0,21245162	18,65834257	11,2784266	-0,01883699
-4	77,5976762	-2,40232384	16,25601874	12,4547722	-0,1928838
-3	91,8131946	11,8131946	28,06921339	12,6395794	0,93461928
-2	68,4213418	-11,5786582	16,49055515	13,5714011	-0,85316602
-1	72,486575	-7,51342498	8,977130166	9,09587294	-0,82602572
<b>0</b>	<b>53,9765147</b>	<b>-26,0234853</b>	<b>-17,04635513</b>	<b>12,7331498</b>	<b>-2,04375868</b>
1	78,8325433	-1,16745669	-18,21381182	11,7288391	-0,09953728
2	90,0416967	10,0416967	-8,172115139	9,43653085	1,06413012
3	78,7437457	-1,25625428	-9,428369417	10,7627152	-0,1167228
4	88,7493389	8,7493389	-0,679030514	9,64114265	0,9075002
5	71,4141359	-8,58586408	-9,264894591	11,5784529	-0,74153811
6	86,6800049	6,68000486	-2,584889735	11,1757664	0,59772231
7	85,863823	5,86382304	3,278933303	11,519667	0,50902713
8	84,6398839	4,63988388	7,918817185	8,80784444	0,52678994
9	89,6436132	9,64361323	17,56243041	10,2771743	0,9383526
10	91,7065783	11,7065783	29,26900872	8,20684808	1,42644023
11	85,4522961	5,45229613	34,72130484	9,07549952	0,60077091
12	97,6996999	17,6996999	52,42100476	10,9602813	1,61489467
13	87,3152555	7,31525554	59,7362603	8,26292369	0,88531079
14	81,9546073	1,95460725	61,69086756	8,60013237	0,22727641
15	87,0053047	7,00530472	68,69617228	9,64782236	0,72610217
16	82,2917031	2,29170306	70,98787534	8,37968032	0,27348335
17	91,2164793	11,2164793	82,20435469	10,5074419	1,06747955
18	87,4150728	7,41507279	89,61942748	11,5577613	0,64156653
19	76,684003	-3,31599695	86,30343053	9,86276752	-0,33621364
20	63,5527779	-16,4472221	69,85620846	10,5877957	-1,55341325

**Résultats obtenus sur les volumes, NYSE, n=19**

	<b>Moyenne</b>	<b>rg anormal</b>	<b>Rg anor. cum.</b>	<b>SE</b>	<b>Z</b>
-20	64,8591097	-15,1408903	-15,14089029	11,4075506	-1,32726917
-19	95,3927307	15,3927307	0,251840463	10,7254813	1,43515524
-18	82,0693858	2,06938585	2,321226309	11,9227364	0,17356635
-17	72,8710507	-7,12894932	-4,807723012	10,7654487	-0,66220643
-16	80,9988687	0,99886867	-3,808854341	9,93599269	0,10053033
-15	84,5767772	4,57677717	0,767922826	9,09799919	0,50305315
-14	82,8603996	2,86039958	3,628322407	11,9081408	0,24020539
-13	78,7856139	-1,21438606	2,413936347	8,74779012	-0,13882204
-12	79,8691867	-0,13081335	2,283122997	10,7243675	-0,01219777
-11	74,9930183	-5,00698174	-2,723858745	10,0683597	-0,49729866
-10	94,2991033	14,2991033	11,57524459	9,82472481	1,45542024
<b>-9</b>	<b>56,5174173</b>	<b>-23,4825827</b>	<b>-11,90733809</b>	<b>8,56935242</b>	<b>-2,7402984</b>
-8	81,0006949	1,00069485	-10,90664324	9,89094058	0,10117287
<b>-7</b>	<b>94,6690593</b>	<b>14,6690593</b>	<b>3,762416054</b>	<b>8,65639024</b>	<b>1,69459311</b>
-6	81,1870166	1,18701659	4,949432645	10,6940794	0,11099755
-5	74,7986422	-5,2013578	-0,251925159	11,0097646	-0,47243134
<b>-4</b>	<b>97,2815121</b>	<b>17,2815121</b>	<b>17,02958695</b>	<b>9,1961808</b>	<b>1,87920534</b>
<b>-3</b>	<b>99,3441989</b>	<b>19,3441989</b>	<b>36,37378581</b>	<b>10,2852719</b>	<b>1,88076689</b>
<b>-2</b>	<b>54,9382062</b>	<b>-25,0617938</b>	<b>11,311992</b>	<b>12,0080027</b>	<b>-2,08709096</b>
-1	87,1738079	7,17380795	18,48579995	10,092212	0,71082613
<b>0</b>	<b>116,908873</b>	<b>36,9088734</b>	<b>55,39467333</b>	<b>9,19397853</b>	<b>4,01446156</b>
1	68,4270756	-11,5729244	43,82174896	12,9277976	-0,8951969
2	65,7208466	-14,2791534	29,54259559	10,4297837	-1,36907474
3	66,2018952	-13,7981048	15,7444908	10,9279715	-1,26264099
<b>4</b>	<b>60,1516284</b>	<b>-19,8483716</b>	<b>-4,103880835</b>	<b>8,14501736</b>	<b>-2,43687285</b>
5	88,1195	8,11949996	4,015619129	9,54653837	0,85051771
6	82,7083893	2,7083893	6,724008427	10,5352512	0,25707876
7	81,2712299	1,27122993	7,995238354	8,22874353	0,15448652
8	75,7140154	-4,28598457	3,709253779	9,46492582	-0,45282812
9	79,4027277	-0,5972723	3,11198148	10,8302262	-0,05514865
10	72,5920107	-7,40798929	-4,296007808	9,69698784	-0,76394747
11	82,81284	2,81283996	-1,483167845	8,77038724	0,32072016
<b>12</b>	<b>97,1867646</b>	<b>17,1867646</b>	<b>15,7035968</b>	<b>8,53021614</b>	<b>2,01480998</b>
13	94,2808025	14,2808025	29,9843993	9,24299284	1,54504096
14	64,6272068	-15,3727932	14,61160613	9,9672468	-1,54233094
15	88,8604378	8,86043776	23,4720439	9,27797334	0,95499711
16	80,2196903	0,2196903	23,6917342	9,3576978	0,02347696
17	86,9142241	6,91422409	30,60595829	9,57079776	0,72242923
18	84,6018936	4,60189364	35,20785194	10,087568	0,45619456
19	77,7625804	-2,23741955	32,97043238	11,076194	-0,20200256
20	64,2177485	-15,7822515	17,18818091	11,0454663	-1,42884429

## Résultats obtenus sur les rentabilités, NASDAQ, n=22

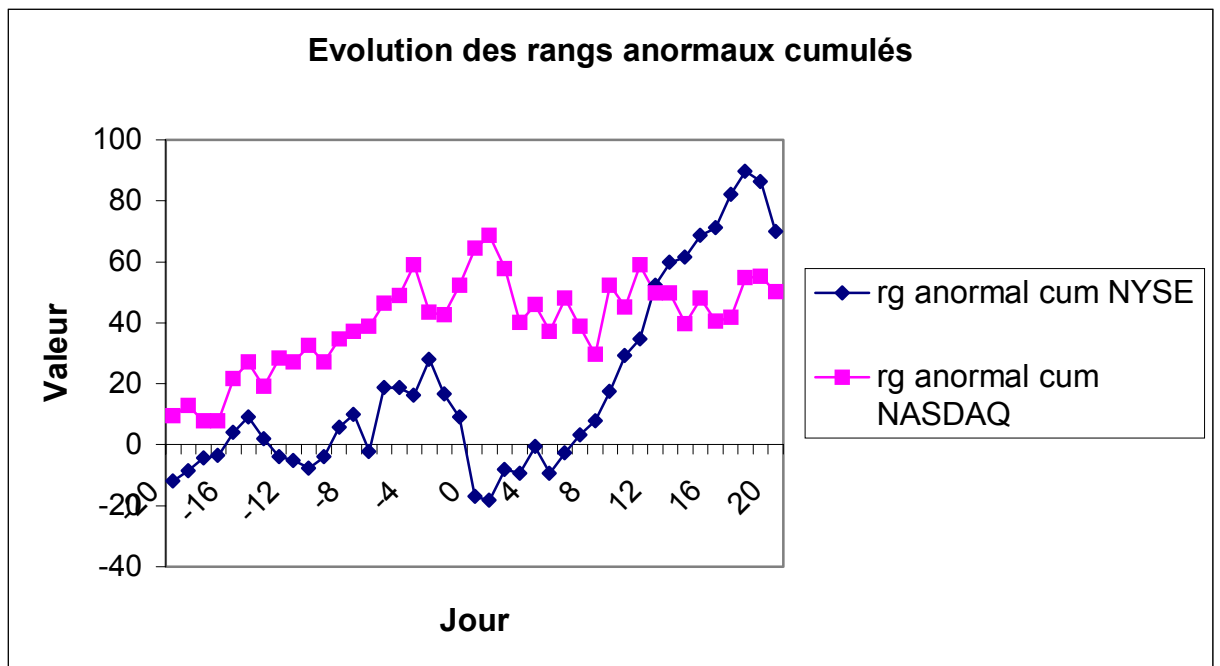
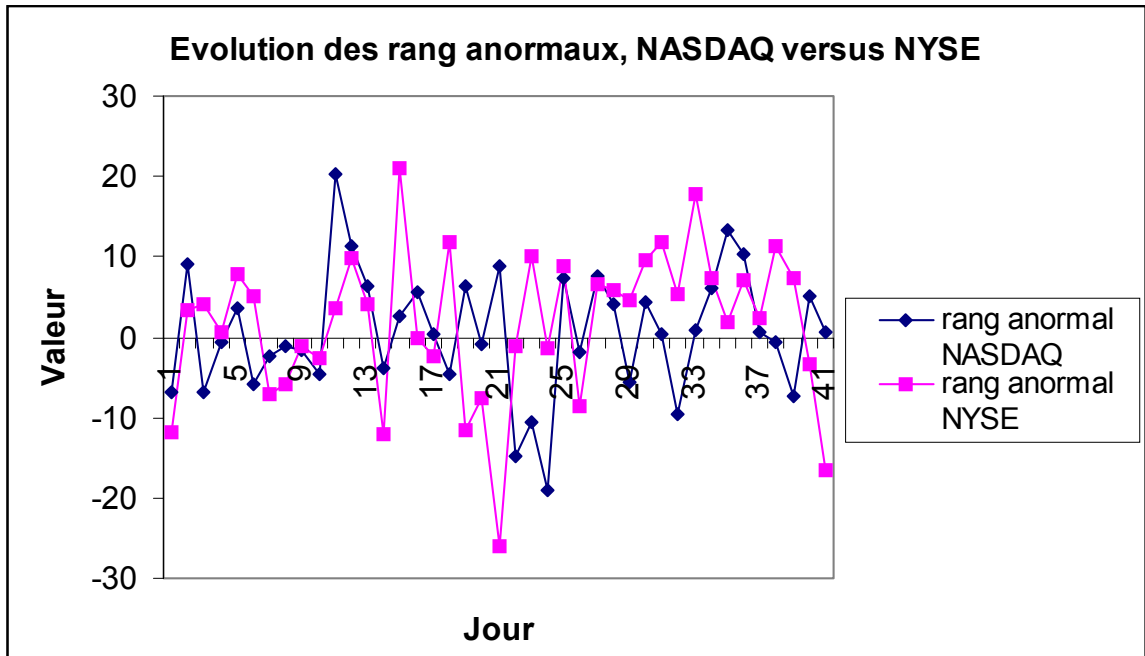
	Jour	moyenne	rang	anormal	SE	Z	rg	anor	cum
	-20	73,1135167	-6,88648326	8,69732616	-0,79179315	-6,88648326			
	-19	89,0675845	9,0675845	9,74422265	0,93056007	2,18110124			
	-18	73,2709308	-6,72906916	7,94075508	-0,84740923	-4,54796793			
	-17	79,3292441	-0,6707559	9,46327284	-0,07087991	-5,21872383			
	-16	83,6067502	3,60675024	10,6397704	0,3389876	-1,61197359			
	-15	74,2538797	-5,74612026	9,69110414	-0,5929273	-7,35809385			
	-14	77,7065167	-2,29348329	9,93702296	-0,23080185	-9,65157713			
	-13	78,9459625	-1,0540375	11,6453732	-0,09051127	-10,7056146			
	-12	78,3332973	-1,66670266	9,58324639	-0,17391838	-12,3723173			
	-11	75,4435218	-4,55647816	9,79361307	-0,46524997	-16,9287954			
	<b>-10</b>	<b>100,407629</b>	<b>20,4076295</b>	<b>9,36133375</b>	<b>2,17999166</b>	<b>3,47883401</b>			
	-9	91,3583264	11,3583264	9,12285129	1,24504128	14,8371604			
	-8	86,2896684	6,28966845	10,3980225	0,60489083	21,1268289			
	-7	76,1467749	-3,85322514	10,5137107	-0,36649526	17,2736038			
	-6	82,6187067	2,61870674	9,82751663	0,26646678	19,8923105			
	-5	85,7183411	5,71834112	10,3421697	0,55291504	25,6106516			
	-4	80,3958103	0,39581031	11,92336	0,03319621	26,0064619			
	-3	75,4802134	-4,51978656	8,68894471	-0,5201767	21,4866754			
	-2	86,3907712	6,39077123	10,8418927	0,58945162	27,8774466			
	-1	79,1626473	-0,83735268	11,1054071	-0,07540045	27,0400939			
	0	88,939085	8,93908504	11,6931153	0,76447421	35,979179			
	1	65,1058092	-14,8941908	11,3391456	-1,31351968	21,0849881			
	2	69,3289232	-10,6710768	10,0311617	-1,06379272	10,4139113			
	<b>3</b>	<b>61,0408885</b>	<b>-18,9591115</b>	<b>10,8369887</b>	<b>-1,74948153</b>	<b>-8,54520025</b>			
	4	87,2892919	7,28929186	10,7005146	0,68120947	-1,25590839			
	5	78,0319194	-1,96808058	10,966404	-0,17946453	-3,22398897			
	6	87,6514712	7,65147122	10,7729449	0,7102488	4,42748225			
	7	84,0175315	4,01753153	10,4159757	0,38570861	8,44501377			
	8	74,3468189	-5,65318106	10,1884792	-0,55486015	2,79183271			
	9	84,3773556	4,37735562	9,13996864	0,47892458	7,16918833			
	10	80,4140358	0,41403583	11,0663247	0,03741403	7,58322417			
	11	70,4841991	-9,51580093	10,8472526	-0,87725448	-1,93257677			
	12	80,9109502	0,91095018	11,8111538	0,07712627	-1,02162658			
	13	86,223455	6,22345495	10,1798711	0,61134909	5,20182837			
	14	93,2955635	13,2955635	10,8953283	1,22029948	18,4973918			
	15	90,2695926	10,2695926	11,0815106	0,9267322	28,7669845			
	16	80,5720975	0,5720975	10,4206096	0,05490058	29,339082			
	17	79,3776962	-0,62230379	11,2515024	-0,05530851	28,7167782			
	18	72,7151346	-7,28486536	8,51904043	-0,85512745	21,4319128			
	19	85,150702	5,15070196	10,7894977	0,47738107	26,5826148			
	20	80,6308093	0,63080934	9,44065759	0,06681837	27,2134241			



**Résultats obtenus sur les volumes, NASDAQ, n=22**

Jour	moyenne	rang anormal	SE	Z	rg anormal cum
-20	89,5205814	9,52058143	8,01809794	1,18738652	9,520581434
-19	83,428738	3,42873796	9,8624475	0,34765589	12,94931939
-18	74,658043	-5,34195699	11,1709413	-0,47820115	7,607362401
-17	79,9429007	-0,05709932	9,52859416	-0,00599242	7,550263081
-16	94,2018793	14,2018793	10,1377161	1,40089535	21,75214243
-15	85,1326806	5,13268063	12,0214257	0,42696106	26,88482306
-14	72,1550047	-7,8449953	11,3343847	-0,69214126	19,03982776
-13	89,122832	9,12283201	10,4878893	0,86984442	28,16265977
-12	79,0409685	-0,9590315	9,83462012	-0,09751587	27,20362827
-11	85,2458913	5,2458913	7,98691023	0,6568111	32,44951957
-10	74,5306248	-5,46937521	7,03500401	-0,77745161	26,98014436
-9	87,6718604	7,67186044	10,0120304	0,7662642	34,65200479
-8	82,5769006	2,57690063	9,19745181	0,2801755	37,22890543
-7	81,5188205	1,51882055	9,89595616	0,15347891	38,74772597
-6	87,7472334	7,74723344	8,88836921	0,87161472	46,49495941
-5	82,4816807	2,48168066	10,7517844	0,2308157	48,97664006
-4	90,1863433	10,1863433	10,2065476	0,99802045	59,16298332
-3	64,0614265	-15,9385735	9,99914357	-1,59399386	43,22440982
-2	79,4448757	-0,55512435	11,2753443	-0,04923347	42,66928548
-1	89,7202968	9,72029683	9,84496019	0,98733734	52,3895823
0	91,9208937	11,9208937	12,1994216	0,97716876	64,31047603
1	84,2021031	4,20210312	12,4955075	0,33628911	68,51257915
2	69,3911057	-10,6088943	9,40778477	-1,12767188	57,90368483
<b>3</b>	<b>62,3353363</b>	<b>-17,6646637</b>	<b>9,87376132</b>	<b>-1,78905112</b>	40,23902109
4	85,6297948	5,62979476	8,45386976	0,66594293	45,86881585
5	71,4144935	-8,5855065	7,82633346	-1,09700239	37,28330934
6	90,6530211	10,6530211	10,4945284	1,01510241	47,93633041
7	70,8680205	-9,13197947	9,65390151	-0,94593667	38,80435094
8	70,7283625	-9,27163747	9,80815222	-0,9452991	29,53271347
<b>9</b>	<b>102,745724</b>	<b>22,7457245</b>	<b>8,42862384</b>	<b>2,6986285</b>	52,27843796
10	73,0044482	-6,99555177	9,37854459	-0,74591017	45,28288619
11	93,5797219	13,5797219	10,5851031	1,2829088	58,86260814
12	70,7993781	-9,20062185	9,79414628	-0,93940009	49,66198628
13	79,9560837	-0,04391626	8,22693956	-0,0053381	49,61807003
14	70,1054947	-9,8945053	8,07313719	-1,22560847	39,72356473
15	88,2767455	8,27674547	10,3055233	0,80313684	48,00031021
16	72,6903517	-7,30964831	7,992094	-0,9146099	40,69066189
17	80,8537735	0,85377355	8,51200086	0,10030233	41,54443544
18	93,1083486	13,1083486	8,34372112	1,57104347	54,65278405
19	80,6235609	0,62356094	8,63937761	0,0721766	55,27634499
20	74,8640073	-5,13599267	9,38960401	-0,54698714	50,14035233

**Comparaison graphique des résultats obtenus sur le NYSE et le  
NASDAQ**



## **7. Discussions et conclusions**

En fonction des résultats obtenus sur nos deux échantillons américains, il semble ressortir que les fusions et d'acquisitions ne profitent pas nécessairement à court terme aux entreprises-initiatrices de ces opérations. En effet, pour l'échantillon d'entreprises cotées sur le NYSE, on observe des procédures de revente statistiquement significatives, mais uniquement à très court terme ; le jour de l'annonce effective par l'entreprise elle-même. Nous obtenons un autre résultat statistiquement significatif, mais situé à une date relativement éloignée de la date d'annonce, ce qui ne permet pas de tirer des conclusions pertinentes sur les éventuels mouvements d'anticipation et/ou de retard liés à l'événement analysé. Pour le NASDAQ, nous obtenons des résultats positifs le jour de l'annonce, mais statistiquement non significatifs. Le seul résultat statistiquement significatif proche de la date d'annonce est négatif et n'a été obtenu que trois jours après l'annonce.

Ce résultat tend à confirmer ce qui a été obtenu au cours d'études antérieures qui montrent que les entreprises initiatrices doivent faire face à une chute de leur valorisation boursière suite à l'annonce de l'opération considérée. Les raisons généralement avancées pour expliquer les difficultés liées à la réussite de l'opération relèvent soit de l'aspect culturel, c'est-à-dire que les deux cultures d'entreprise ne sont pas nécessairement compatibles et que ces différences culturelles peuvent empêcher la bonne réalisation de synergies de nature commerciale. Une autre raison avancée est l'aspect lié aux procédures de rachat visant à accroître le pouvoir des dirigeants (hypothèse d'Hubris, théorie du Free Cash Flow). Selon cette dernière explication, les motivations de fusions et d'acquisitions relèveraient d'une volonté dans le chef des dirigeants d'augmenter le nombre d'entreprises sous leur direction, d'accroître ainsi leur latitude managériale et d'améliorer, en fin de compte, leur position sur le marché du travail. Dans cette optique, les procédures de fusions et d'acquisitions relèveraient donc principalement d'une volonté d'enracinement dans le chef des dirigeants (cf par exemple Shleifer, Vishny (1989)<sup>31</sup>, Paquerot (1996)<sup>32</sup> - explication de nature comportementaliste), et pas d'une motivation à profiter de synergies entre les deux entreprises (explication de nature économique).

---

<sup>31</sup> Shleifer, Vishny (1989), "Management Entrenchment : the Case of Manager-Specific Investments", *Journal of Financial Economics*, vol.25, n°1, pp.123-139

<sup>32</sup> Paquerot (1996), op cit

Toutefois, en considérant les rangs anormaux de manière cumulée, il semble que, sur la période d'événement que nous avons considérée (soit deux mois boursiers), l'événement analysé ait un effet positif sur la valorisation boursière de l'entreprise initiatrice, tant pour le NYSE que pour le NASDAQ. Ce dernier résultat tend à montrer qu'il convient de prendre en considération un horizon temporel plus long que la simple date d'annonce où l'effet n'est peut-être que le reflet d'une réaction *épidémique* des marchés boursiers à ce type d'opération.

Au niveau des volumes échangés, on observe, pour le NYSE, des résultats statistiquement significatifs proches de l'annonce effective par l'entreprise (en  $t-4$ ,  $t-3$ ,  $t-2$ ,  $t=0$ ); ce qui semblerait vouloir dire que les événements analysés provoquent des ajustements boursiers importants qui ne se traduisent toutefois pas nécessairement en un processus de création versus destruction de valeur boursière matérialisé par des rangs anormaux statistiquement significatifs au niveau des rentabilités. On peut postuler, pour le NYSE, l'existence d'un effet «*bruit*» important lié à l'annonce de ce type d'opération.

Par contre, pour le NASDAQ, aucun résultat statistiquement significatif n'a été obtenu à des dates proches de celle de l'annonce. Pour ce marché, aucun phénomène d'anticipation lié à l'événement n'a été relevé. On ne constate des mouvements boursiers statistiquement significatifs qu'après l'annonce (en  $(t+3)$  et en  $(t+9)$ ), sans qu'il ne soit réellement possible de les relier à l'événement étudié.

En fonction des résultats obtenus sur ces deux marchés pour l'événement analysé, on observe des comportements différents des investisseurs boursiers selon le marché sur lequel ils opèrent. Les résultats négatifs obtenus sur le NYSE dénotent d'un manque de confiance accordé à ce type d'opérations en tant que telles. Sur le NASDAQ, les résultats ne montrent pas nécessairement une aversion aux opérations analysées. Selon nous, pour comprendre cette différence, il convient de prendre aussi en considération des éléments liés au contexte boursier dans sa globalité sur la période au cours de laquelle ces opérations ont eu lieu.

Dans cette optique, on notera que l'indice NASDAQ 100 a été multiplié par 2,5 sur la période allant de janvier 1998 à décembre 1999, tandis que l'indice DJIA 30 du NYSE ne s'est accru que de 44% sur cette même période.

La conclusion centrale de notre travail est donc qu'il ne suffit pas de considérer l'événement en tant que tel, mais de prendre aussi en considération le niveau de confiance accordé au marché sur lequel s'opèrent les événements retenus. Par rapport à l'hypothèse que nous avons posée initialement, le cadre d'analyse semble dépasser la simple présence d'éventuelles synergies entre les entreprises et s'orienter vers une évaluation conjointe de l'attrait des investisseurs financiers pour un type de marché : l'effet «marché» semblerait donc primer sur l'effet «événement». Ces résultats restent évidemment à confirmer suite au retournement de la tendance sur le Nasdaq opérée dès mars 2000.

Toutefois, de manière cumulée sur l'ensemble de la période d'événement (deux mois boursiers), et ce tant pour les rentabilités que pour les volumes échangés, il ressort que les opérations de fusions et d'acquisitions auraient un effet positif sur la valorisation boursière des entreprises initiatrices.

Par rapport à ces résultats, il convient donc de demeurer prudent quant aux éventuelles liaisons apparemment *systematiques* souvent présentées par les médias. Selon nous, il semble important, premièrement, d'insister sur la nécessité de prendre aussi en considération un horizon temporel plus long que celui que nous avons retenu dans le cadre de notre étude ; celui-ci devant permettre d'analyser les éventuels bénéfices découlant de l'opération de rapprochement. Même si à court terme, sur base de notre échantillon, les réactions sont soit statistiquement non significatives, soit négatives, l'effet global sur les deux mois boursiers laisse présager une incidence favorable de l'opération analysée à plus long terme. Deuxièmement, il s'agit aussi de prendre en considération le marché sur lequel s'opèrent ces opérations de rapprochement. A ce niveau, l'effet du marché pourrait être appréhendé en utilisant le modèle de marché comme procédure de comparaison pour mettre en évidence l'anormalité éventuelle des rentabilités. Son application nécessite toutefois la construction d'échantillons de plus grande taille.

## 8. Echantillon

	<b>Entreprise</b>	<b>marché</b>	<b>code</b>	<b>Date</b>
1	Redback Networks	NASDAQ	RBAK	29,11,1999
2	CISCO	NASDAQ	CSCO	26,08,1999
3	JDS Uniphase	NASDAQ	JDSU	28,01,1999
4	JDS Uniphase	NASDAQ	JDSU	04,11,1999
5	Nortel	NYSE	NT	18,10,1999
6	Yahoo!	NASDAQ	YHOO	01,04,1999
7	Tyco International	NYSE	TYC	19,05,1999
8	Yahoo!	NASDAQ	YHOO	28,01,1999
9	Lucent	NYSE	LU	10,08,1999
10	Intel	NASDAQ	INTC	04,03,1999
11	CISCO	NASDAQ	CSCO	20,12,1999
12	Solectron	NYSE	SLR	13,09,1999
13	ARIBA	NASDAQ	ARBA	16,12,1999
14	CISCO	NASDAQ	CSCO	13,04,1999
15	Intel	NASDAQ	INTC	14,10,1999
16	Ventro	NASDAQ	VNTR	22,09,1999
17	Metromedia Fiber	NASDAQ	MFNX	23,06,1999
18	Phillips	NYSE	PHG	26,02,1999
19	WIND River	NASDAQ	WIND	21,10,1999
21	ARIBA	NASDAQ	ARBA	15,11,1999
22	Compaq computer	NYSE	CPQ	26/01/1998
23	Spx	Nasdaq	SPW	06/10/1998
24	Veritas software	Nasdaq 100	VRTS	05/10/1998
25	General Electric	NYSE	GE	21/04/1998
26	Micron Technology	NYSE	MU	18/06/1998
27	Lucent Technologies	NYSE	LU	27/04/1998
28	Bmc Software	NYSE	BMC	02/11/1998
29	Dst Systems	NYSE	DST	02/09/1998
30	Danaher	NYSE	DHR	27/04/1998
31	Tellabs	NYSE 100	TLAB	16/02/1998
32	Danaher	NYSE	DHR	02/02/1998
33	Siebel Systems	NYSE 100	SEBL	02/03/1998
34	Xerox	NYSE	XRX	05/03/1998
35	Intuit	Nasdaq 100	INTU	18/05/1998
36	Network Associates	Nasdaq	NETA	23/02/1998
37	Bmc Software	NYSE	BMC	02/02/1998
38	Speedfam International	Nasdaq	SFAM	09/07/1998
39	Zebra Technologies	Nasdaq	ZBRA	09/07/1998
40	Motorola	NYSE	MOT	14/07/1998
41	Mentor Graphics	Nasdaq	MENT	12/08/1998

## **9. Bibliographie**

- Alexandre, Paquerot (1998), «Efficacité des structures de contrôle et enracinement des dirigeants : une application par le bootstrap», *Actes de l'Association Française de Finance*, Lille, Juillet 1998, 25 pages
- Anderson, Bates, Bizjak, Lemmon (1998), “Corporate Governance and Firm Diversification”, Working Paper, Arizona State University, 27 pages
- Bellantoni (2000), “Largest Mergers and Acquisitions”, *Business Journal*, 28 avril 2000
- Brown, Warner (1985), "Using Daily Stock Returns : the Case of Event Studies", *Journal of Financial Economics*, vol.14, n°3, pp.3-31
- Campbell, Wasley (1993), "Measuring Security Price Performance Using Daily NASDAQ Returns", *Journal of Financial Economics*, vol.33, n°1, pp.73-92
- Charreaux (1997), "L'entreprise publique est-elle nécessairement moins efficace ?", *Revue Française de Gestion*, n°115, pp.38-56
- Conover (1980), "Practical Nonparametric Statistics", John Wiley and Sons
- Corrado (1989), "A Nonparametric Test of Abnormal Security – Price Performance in Event studies", *Journal of Financial Economics*, vol.23, n°2, pp.385-395
- De Alessi (1983), «Property Rights, Transaction Costs, and X-Efficiency : An Essay in Economic Theory», *The American Economic Review*, vol.73, n°1, pp.64-81
- Dherment-Ferere (1998), "Changement de dirigeant et richesse des actionnaires : une analyse explicative multivariée", *Finance Contrôle Stratégie*, vol.1, n°1, pp.71-97
- Einsenhardt (1989), «Agency Theory : an Assessment and Review», *Academy of Management Review*, vol.14, n°1, pp.57-74
- Fama, Fisher, Jensen, Roll (1969), "The Adjustment of Stock Prices to New Information", *International Economic Review*, vol.10, n°1, pp.1 – 21
- Ghosh (2001), «Does operating performance really improve following corporate acquisitions ?», *Journal of Corporate Finance*, n°7, pp.151-178
- Healy, Palepu, Ruback (1992), «Does corporate performance improve after mergers ?», *Journal of Financial Economics*, vol.31, pp.135-175
- Holmstrom, Kaplan (2001), “Corporate Governance and Merger Activity in the US : Making Sense of the 1980s and 1990s”, *NBER Working Paper*, n°8220, 41 pages

- <http://www.findarticles.com>
- <http://www.nasdaq.com>
- Hubler, Schmidt (2000), «Alliances, acquisitions et valorisation boursière», *Revue Française de Gestion*, n°131, pp.85-97
- Jensen (1986), “Agency Costs of Free Cash Flow. Corporate Finance and Takeovers”, *American Economic Review*, vol.76, pp.323-329
- Kaplan, Mitchell, Wruck (1997), “A Clinical Exploration of Value Creation and Destruction in Acquisitions : Organizational Design, Incentives, and Internal Capital Markets”, Working Paper, 45 pages
- Lang, Stulz, Walking (1991), “A Test of the Free Cash Flow Hypothesis : The Case of Bidder Returns”, *Journal of Financial Economics*, vol.29, pp.315-335
- Lins, Servaes (1999), «International Evidence on the Value of Corporate Diversification», *The Journal of Finance*, vol.54, n°6, pp.2215-2239
- Loughran, Vijh (1997), «Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions ?», *Journal of Finance*, vol.52, pp.1765-1790
- Mian (2001), "On the Choice and Replacement of Chief Financial Officers", *Journal of Financial Economics*, vol.60, n°1, pp.143-175
- Morck, Shleifer, Vishny, “Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions ?”, *Journal of Finance*, vol.45, pp.31-48
- Mucchielli, Kohler (2000), «Déterminants et conséquences des fusions-acquisitions», *Revue Française de Gestion*, n°131, pp.6-19
- Opler, Weston (1993), «The Impact of Takeovers on Firm Performance : Evidence from the Eighties”, Working Paper, Cox Scholl of Business, 48 pages
- Paquerot (1996), "L'enracinement des dirigeants et ses effets", *Revue Française de Gestion*, n°111, pp.212-225
- Postel (1998), «L'économie des conventions : une approche instrumentale de la rationalité individuelle ?», *Revue Economique*, vol.49, n°6, pp.1473-1496
- Servaes (1994), “Do Takeover Targets Overinvest ?”, *The Review of Financial Studies*, vol.7, n°2, pp.253-277
- Séverin (2000), “Structure de propriété et performance des firmes : analyse du cas français”, *Working Paper*, Université de Lille 2, GERME-ESA, 21 pages
- Shleifer, Vishny (1989), "Management Entrenchment : the Case of Manager-Specific Investments", *Journal of Financial Economics*, vol.25, n°1, pp.123-139



- Vandelanoite (2001), “Les annonces d’offres publiques : incidence du mode de paiement sur les rendements et sur l’activité d’échange”, *Actes de l’Association Française de Finance*, Namur, Belgique, juin 2001, 23 pages
- Wang (1999), «Do Bank Mergers in the 1990s Create Value ? – An Event Study”, Working Paper, University of Michigan, Department of Economics, 57 pages