



HAL
open science

La création de valeur boursière des partenariats stratégiques et des fusions-acquisitions ” Cas des sociétés du SBF 250 ”

Fateh Saci, Boualem Aliouat

► To cite this version:

Fateh Saci, Boualem Aliouat. La création de valeur boursière des partenariats stratégiques et des fusions-acquisitions ” Cas des sociétés du SBF 250 ”. 2014. halshs-01068790

HAL Id: halshs-01068790

<https://shs.hal.science/halshs-01068790>

Preprint submitted on 26 Sep 2014

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

La création de valeur boursière des partenariats stratégiques et des fusions-acquisitions « Cas des sociétés du SBF 250 »

Fateh SACI

Docteur en sciences de gestion, Université de Nice Sophia Antipolis
GREDEG, CNRS-UNS Université de Nice Sophia Antipolis 250 rue Albert Einstein - Bâtiment 2,
06560 Valbonne, Nice, France
sacifateh@yahoo.fr

Boualem ALIOUAT

Professeur des universités, Université de Nice Sophia Antipolis
GREDEG, CNRS-UNS Université de Nice Sophia Antipolis 250 rue Albert Einstein - Bâtiment 2,
06560 Valbonne, Nice, France
baliouat@free.fr

Résumé

Les partenariats stratégiques et les fusions-acquisitions sont théoriquement considérés aujourd'hui comme de véritables leviers de création de valeur. Cette création de valeur prend différentes formes (financière, stratégique, substantielle ou institutionnelle). L'objectif de ce travail de recherche, après avoir analysé les résultats des travaux empiriques réalisés sur l'impact des annonces d'acquisitions portant sur la performance boursière, est de répondre à deux questions fondamentales. La première question, Est-ce que le recours à ces deux formes de croissance externe peut se justifier par la motivation financière des dirigeants ou actionnaires ? La deuxième question est de savoir si cette hypothèse formulée se vérifie également pour le cas des partenariats, établissant par la même une comparaison avantageuse en faveur de l'une ou l'autre des options de croissance externe. Nos résultats montrent en définitive que l'annonce d'un partenariat a un impact négatif sur la performance contrairement à l'annonce d'une fusion ou d'acquisition

Mots clés: Partenariats stratégiques, fusions-acquisitions, création de valeur financière, création de valeur compensatoire.

Abstract

The market value creation of strategic partnerships and mergers-acquisitions "The empirical case of SBF 250 firms"

Strategic partnerships and mergers-acquisitions are theoretically now considered as real levers of value creation. This value creation takes different forms (financial, strategic, substantial or institutional value). The objective of our research, after analyzing the results of empirical works focused on the acquisition announcements impact on the stock market performance, is to answer two fundamental questions. The first question, is what the use of these two forms of external growth can be justified by the financial motivation of CEOs or shareholders? The second question is to know that if this hypothesis is also true in the case of partnerships,

establishing by the way an advantageous comparison in favor of one or other of the external growth options. Our final results show that in the short term the announcement of an partnership has a negative impact on performance as opposed to the announcement of a merger or acquisition

Key words: Strategic partnerships, mergers & acquisitions, financial value creation, creation of compensatory value.

Plan

Introduction

1. Revue de la littérature sur les partenariats stratégiques et les fusions-acquisitions
 - 1.1. Cadre théorique
 - 1.2. Travaux empiriques antérieurs
 - 1.3. Modèle de recherche, hypothèses et définition des variables
 - 1.3.1. Modèle de recherche (modèle de marché)
 - 1.3.2. Hypothèses
 - 1.3.3. Définition des variables
2. Échantillon et méthodologie de recherche
 - 2.1. Construction de l'échantillon, sélection des données et statistiques descriptives
 - 2.2. Méthodologie et analyse des données
3. Analyse des résultats (test de *Student* et estimation sur données de panel)
4. Discussion sur la création de valeur boursière

Conclusion

Introduction

Depuis les années 1980, les entreprises quelles que soient leurs tailles ou leurs secteurs d'activités se développent de plus en plus par des opérations de croissance externe, notamment par des partenariats stratégiques (PS) ou des fusions-acquisitions (F&A) (Paturel, 1990). Ces dernières se sont multipliées au point d'apparaître comme une forme assez courante au sein des options stratégiques d'entreprise. Cette tendance s'explique par plusieurs raisons liées notamment aux intentions des acteurs concernés qu'il s'agisse, comme le notent certains auteurs, de motivations financières des actionnaires, de motivations stratégiques, substantielles ou institutionnelles (Aliouat et Taghzouti 2009).

Jacquot et Koehl (1998) ont formulé ces mêmes objectifs et motivations pour le cas des coopérations en général. Pour ces deux auteurs, les motivations sont souvent fournies par des explications environnementales (intensification de la concurrence, globalisation des marchés, évolution technologique, internationalisation des marchés, etc.), des interprétations économiques (l'efficacité économique et organisationnelle) ou des interprétations culturelles et cognitives (les facteurs socioculturels, les schémas d'interprétation des acteurs, la vision,...).

Aujourd'hui, avec la situation économique nouvelle et les crises financières qui se multiplient, les partenariats stratégiques et les fusions-acquisitions¹ sont devenues deux des moyens les plus adaptés pour faire face à une éventuelle crise interne ou externe, mais aussi pour faire face à une concurrence intense, intégrer un nouveau marché, réduire ou minimiser les coûts, maximiser les profits, compléter une gamme, se développer sur de nouveaux marchés, acquérir une technologie ou un savoir-faire, obtenir des ressources rares, conserver certaines ressources, innover, etc. (Jacquot et Koehl, 1998). En somme, des stratégies de préservation, de captation, de création ou d'obtention de la valeur actuelle ou nouvelle au sens de Paturel (2011).

Cependant, avec la globalisation financière, les firmes se sont davantage concentrées sur la richesse de l'actionnaire, ces dernières ont alors connu une forte croissance de liquidité et une augmentation des profits. C'est pourquoi les praticiens et les chercheurs s'intéressent de plus en plus à ce domaine.

La recherche de la maximisation de la richesse des actionnaires qui est au centre de cette compétition à la grande taille comme le précise Albouy (2006) dans son article, Théorie, applications et limites de la mesure de la création de valeur : "Il n'y a pas si longtemps, l'objectif principal affiché était la course au chiffre d'affaires, à la taille critique, à la part de marché, voire au bénéfice net annuel. (...). La création de valeur actionnariale ne serait-elle qu'un effet de mode ou un thème de communication comme beaucoup de sujets de management ?".

1. Revue de la littérature sur les partenariats stratégiques et les fusions-acquisitions

L'analyse des travaux portant sur l'objet de notre recherche, nous a permis de remarquer une réelle dissonance entre les résultats des travaux antérieurs. Notamment avec ceux qui militent pour la création de valeur financière réelle et ceux qui militent pour la perception de la valeur. Notre recherche porte sur la mesure de la création de valeur financière et même la valeur actionnariale même si certains auteurs comme Pesqueux (1990), Hoareau et Teller (2001), Caby et Hyrigoyen (2001) considèrent que l'information comptable et financière s'appuie sur des références utilitaristes qui privilégient les valeurs marchandes au détriment des valeurs existentielles (valeurs partenariales).

Mais, malgré ces critiques sur les critères quantitatifs de mesure de la performance, nous ne devons pas oublier que la survie d'une entreprise, ne peut être qu'une conséquence des résultats financiers mesurés réellement, c'est ce qui affirment Gilbert & al. (2004).

Donc, c'est ce que nous a motivé à s'intéresser plus aux études réalisées sur la mesure de la création de valeur sur des critères quantitatifs, mais après examen de ces dernières, nous avons remarqué qu'il y a peu d'études qui ont été réalisées sur la performance financière réelle des partenariats stratégiques (PS) et également des peu études comparatives de ce deux types de croissance externe d'où le premier intérêt de notre recherche qui est de contribuer à une meilleure compréhension des questionnements autour des raisons qui poussent à conclure des partenariats stratégiques et des fusions-acquisitions et mener une étude comparative.

Les résultats obtenus jusqu'à maintenant sont controversés et incertains et par conséquent l'intérêt à identifier la nature de l'impact des partenariats stratégiques et des fusions-

¹ Malgré la crise de 2007, la même année le nombre des F&A a atteint un sommet et c'est à partir de ces données que l'on peut raisonnablement conclure que les F&A peuvent être des réponses pour remédier à une crise ou au contraire une opportunité destinée à profiter des entreprises fragiles cibles. Selon les chiffres définitifs du fournisseur de données Thomson Financial, publiés jeudi 3 janvier 2008.

acquisitions sur la performance financière d'où le deuxième intérêt qui est de mesurer l'impact des partenariats stratégiques et des fusions-acquisitions sur la performance financière (réduite à la création de valeur financière)

Le choix de ce sujet de thèse n'est pas un hasard, mais plutôt une motivation de répondre à l'un des questionnements d'Aliouat (1996). Aliouat, après avoir analysé les résultats des travaux empiriques sur l'impact des annonces d'acquisitions sur la valeur boursière ou il a constaté l'impact était positif, a formulé les deux questions suivantes :

Est-ce que le recours aux partenariats stratégiques et aux fusions-acquisitions peut se justifier par la motivation financière des dirigeants ou des actionnaires ?

Est-ce que la confirmation des hypothèses formulées et vérifiées par les auteurs reste valide pour le cas des partenariats.

D'où la formulation de la problématique suivante :

Quel est l'impact de l'annonce d'un partenariat stratégique ou d'une fusion-acquisition sur la performance boursière de l'entreprise?

1.1. Cadre théorique

Pour répondre à nos deux questions de recherche nous devons impérativement se référer à certain courant théorique notamment la théorie de l'efficacité de marché, la théorie de l'agence, la théorie des coûts de transaction ainsi que la théorie des ressources.

Nous avons formulé l'hypothèse 1 sur l'impact de l'effet d'annonce sur la valorisation boursière à partir de la théorie de l'efficacité de marché (FAMA, 1965) et la théorie de l'agence (Jensen et Ruback, 1983).

1.2. Travaux empiriques antérieurs

Notre recherche s'appuie sur des études antérieures qui montrent tant des effets positifs, tant des effets négatifs. Pour ce qui est des travaux sur la performance boursière, pour le cas des F&A ce que soit en France ou à l'au-delà, nous constatons un impact positif contrairement aux alliances stratégiques, comme il n'y a pas assez des travaux sur la performance boursière des partenariats stratégiques.

Résultats	Références sur la performance boursière
Fusions-acquisitions (F&A) Impact positif	En France: J.Hubler et P.Meschi (2000) Travaux anglo-saxons : Dodd, (1980) ; Travlos, (1987) ; Huang et Walkling, (1987) ; Doukas et Travlos, (1988) ; Jennings et Mazzeo, (1991) ; Markides et Oyon, (1998)
Alliances stratégiques (AS) Impact négatif sinon neutre	En France: F. SACI (2013) ; J.Hubler et P.Meschi (2000) Travaux anglo-saxons : Mac Connel et Nontell (1985), Finnerty et All (1986), Lee et Wyatt (1990), Koh et Venkatramen (1991), Reuer et Miller (1997), Jacquot et Koehl (1998), Das et Al (1998)

Les tableaux suivants énumèrent les principaux travaux antérieurs sur les fusions acquisitions ainsi que les alliances stratégiques afin d'avoir une idée comparative.

1.3. Modèle de recherche, hypothèses et définition des variables

1.3.1. Modèle de recherche (modèle de marché)

Ce modèle est le plus utilisé dans les études d'événement pour dégager la rentabilité anormale (Francoeur 2003). Selon une relation linéaire, ce modèle lie le rendement moyen du marché et le rendement du titre concerné.

Pour calculer les rentabilités théoriques, nous avons choisi d'utiliser le modèle de marché afin d'estimer la norme. Selon ce modèle de marché, pour un titre « i » à la date « t », la rentabilité normale R_{pit} se définit comme suit :

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

R_{mt} : Rentabilité du portefeuille de marché m à la date t ,

ε_{it} : Terme d'erreur du titre i à la date t , avec $E(\varepsilon_{it}) = 0$ et $Var(\varepsilon_{it}) = \sigma^2\varepsilon_i$,

α_i , β_i et $\sigma\varepsilon_i$: Paramètres du modèle de marché.

Calcul de la rentabilité anormale

La mesure de l'impact de l'annonce sur la rentabilité est une différence de rentabilité entre le titre et une norme.

La norme représente la rentabilité du titre sans l'annonce de l'évènement :

$$RA_{it} = RO_{it} - R_{it}$$

RA_{it} : Rentabilité anormale du titre i sur l'intervalle de temps t ,

RO_{it} : Rentabilité observée du titre i sur l'intervalle de temps t ,

R_{it} : Rentabilité normale (prédite par une méthode d'estimation) pour le titre i sur l'intervalle t .

La rentabilité de l'action i à la date t (R_{it}) se calcule de la manière suivante :

$$R_{it} = \ln(C_t / C_{t-1})$$

C_t : le cours du titre i à l'instant t

C_{t-1} : le cours du titre i à l'instant $t-1$.

De la même manière, nous calculons le taux de rendement du marché à la période t , représenté par l'indice de référence :

$$R_{mt} = \ln(I_t / I_{t-1})$$

I_t : la valeur de l'indice de marché à l'instant t

I_{t-1} : la valeur de l'indice de marché à l'instant $t-1$.

Variable dépendante : Agrégation, rentabilités anormales moyennes, rentabilités anormales moyennes cumulées, puis cumul des rentabilités anormales.

Afin d'évaluer l'effet global de l'évènement sur la fenêtre d'étude, nous avons choisi non seulement de calculer la rentabilité anormale moyenne et la rentabilité anormale moyenne cumulée en suivant la démarche de l'étude d'évènement selon Hubler et Meschi (2000), mais également la rentabilité anormale cumulée Bikourane (2011)² pour mieux mesurer cet impact.

² Bikourane (2011) : Thèse de doctorat sur le thème « Performance boursière des fusions-acquisitions dans le secteur bancaire : Influence des caractéristiques des conseils des banques initiatrices et des modalités de la transaction »

$$RAM = \sum_{i=1}^n RA_{it} / N$$

RAM_t : Rentabilité anormale moyenne

$RA_{i,t}$: Rentabilité anormale

N : Taille de l'échantillon

$$RAMC = \sum_{i=1}^n RAM$$

$RAMC_t$: Rentabilité anormale moyenne cumulée

$RA_{i,t}$: Rentabilité anormale

N : Taille de l'échantillon

Calcul des rendements anormaux cumulés

L'accumulation des rendements anormaux peut être envisageable dans le cas d'utilisation d'une fenêtre supérieure à un jour afin de rechercher l'effet global d'un événement sur le cours boursier d'un titre. A ce niveau, trois méthodes sont utilisées pour calculer les rendements anormaux cumulés :

$$RAC = \sum_{i=1}^n RA$$

Variable indépendante :

Une variable indépendante, qui la fenêtre d'événement ou « le temps », a été retenue pour analyser l'impact ou l'effet d'annonce d'un partenariat stratégique ou d'une fusion-acquisition sur la performance boursière. Cette variable a été justifiée dans la littérature par plusieurs auteurs : pour le cas des F&A, Hubler et Meschi, 2000 ; Dodd, 1980 ; Travlos, 1987 ; Huang et Walkling, 1987 ; Doukas et Travlos, 1988 ; Jennings et Mazzeo, 1991 ; Markides et Oyon, 1998 et pour les cas des AS, Mac Connel et Nontell, 1985 ; Finnerty et All, 1986 ; Lee et Wyatt, 1990 ; Koh et Venkatramen, 1991 ; Reuer et Miller, 1997 ; Jacquot et Koehl, 1998 ; Das et Al, 1998.

1.3.2. Hypothèses

Hypothèses
H1 : Il existe un lien positif entre l'effet d'annonce d'un partenariat stratégique et la valeur boursière.
H2 : Il existe un lien positif entre l'effet d'annonce d'une fusion-acquisition et la valeur boursière.

1.3.3. Définition des variables

Le choix des variables est fait en se référant aux travaux de quelques auteurs comme Hubler et Meschi (2000) pour la performance boursière où ils ont choisi la RAM comme variable à expliquer et la présence/absence comme variable explicatives ainsi que les travaux de Barber et Lyon (1997, 1998).

Afin de comprendre l'impact de l'annonce d'un partenariat stratégique ou d'une fusion-acquisition sur ces rendements anormaux (la performance boursière), nous allons donc adopter une mesure de cet impact en utilisant une variable binaire (APPS pour la cas de AS et APMA pour le cas de F&A) qui prend la valeur « 0 » avant l'annonce de partenariat stratégique ou de la fusion- acquisition et la valeur de « 1 » après l'annonce de partenariat stratégique ou de la fusion- acquisition.

Cette variable a été appréhendée selon la perspective de l'agence, dans la mesure où elle traite l'efficacité d'une stratégie de ce type sur l'objectif de maximisation de la richesse actionnariale.

Variable	Abréviation	Mesure
Variable dépendante		
Performance à court terme Valorisation boursière	RA, RAC, RAM, RAMC	Rentabilité anormale, rentabilité anormale moyenne, rentabilité anormale moyenne cumulée et cumul des rentabilités anormales sur la fenêtre [-6, 20], autour de la date d'annonce.
Variable indépendante		
Partenariat stratégique et fusion-acquisition.	APPS et APMA	Code (0, 1) : 0 avant l'annonce 1 après l'annonce

2. Échantillon et méthodologie de recherche

2.1. Construction de l'échantillon, sélection des données et statistiques descriptives

Dans le cas de notre étude, nous avons utilisé des données comptables et financières (données secondaires), notamment : Thomson One Banker, Datastream, Diane ; les documents de référence des entreprises (publiés et mis à jour sur le site de l'Autorité des marchés financiers (AMF)) ; les rapports annuels des entreprises (publiés sur leur site Internet) ; la presse économique et spécialisée (notamment «les Echos» des années entre 1997 et 2011, Boursier.com, Capital.fr, l'Usine Nouvelle, l'Expansion, le Figaro, le Point.fr ...), les sites internet (via Google).

Nous avons aussi fait appel à notre réseau personnel et à celui du laboratoire. A ce sujet, nous avons contacté plusieurs chercheurs et spécialistes.

Nous avons constitué un échantillon de 48 partenariats stratégiques et 87 fusions-acquisitions relevé des sociétés du SBF 250 et nous avons utilisé l'historique des données boursières et financières entre 1997 et 2012.

2.2. Méthodologie et analyse des données

Pour répondre à notre problématique, notre choix épistémologique porte sur le positivisme sur la base d'une approche quantitative en adoptant une démarche hypothético-déductive (hypothèses, tests).

Afin d'analyser les données, nous avons utilisé le Test de Student pour l'étude d'évènement sur le logiciel STATA et RATS.

Tests de Student

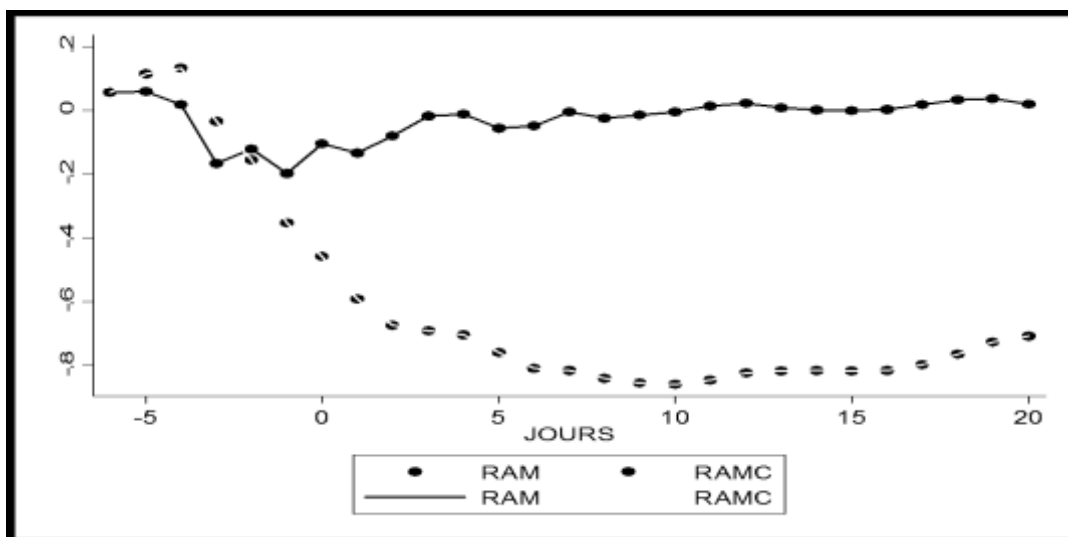
La significativité éventuelle des RA, RAM et des RAMC au vu des tests pratiqués est mesuré selon les tests habituels (soit 1%, 5% et 10%).

L'objectif de ce test est de mesurer l'impact des effets d'annonces des partenariats stratégiques et des fusions-acquisitions sur la performance boursière des sociétés françaises concernées.

Tableau 1: RA, RAC, RAM, RAMC relatives aux annonces des partenariats stratégiques (PS)

JOURS	RA (%)	RAC (%)	TEST T (RA)	RAM (%)	TEST T (RAM)	RAMC (%)	TEST T (RAMC)
-5	.0601931	.0582295	.2850749	.116459	.1805525	.1144954	.2672494
-4	-.0616915	.0182558	.1383906	.0547675	-.1630754	.1327513	.2594624
-3	-.7215893	-.1667054	-1.132249	-.6668218	-1.796621	-.0339542	-.0581251
-2	.0580746	-.1217494	-1.070238	-.6087472	.1730509	-.1557036	-.2419179
-1	-.5786754	-.1979038	-1.705535	-1.187423	-1.496962	-.3536074	-.4933199
0	.452451	-.104996	-.8965339	-.7349716	1.130403	-.4586033	-.5714083
1	-.3353783	-.1337938	-1.228098	-1.07035	-1.08328	-.5923971	-.6694549
2	.3420577	-.0809214	-.7899211	-.7282922	.7950878	-.6733185	-.7045912
3	.5487469	-.0179545	-1.1885502	-.1795453	1.653899*	-.691273	-.6755386
4	.0425398	-.0124551	-1.1410752	-.1370055	.1331324	-.703728	-.647401
5	-.5374336	-.0562033	-.6118272	-.6744391	-1.633564	-.7599313	-.6578853
6	.0322036	-.0494027	-.5687747	-.6422355	.1150106	-.809334	-.6641843
7	.5612679	-.0057834	-.0683457	-.0809677	1.992271*	-.8151174	-.6375855

Graphique 1 : RAM et RAMC relatives aux annonces des partenariats stratégiques (PS)

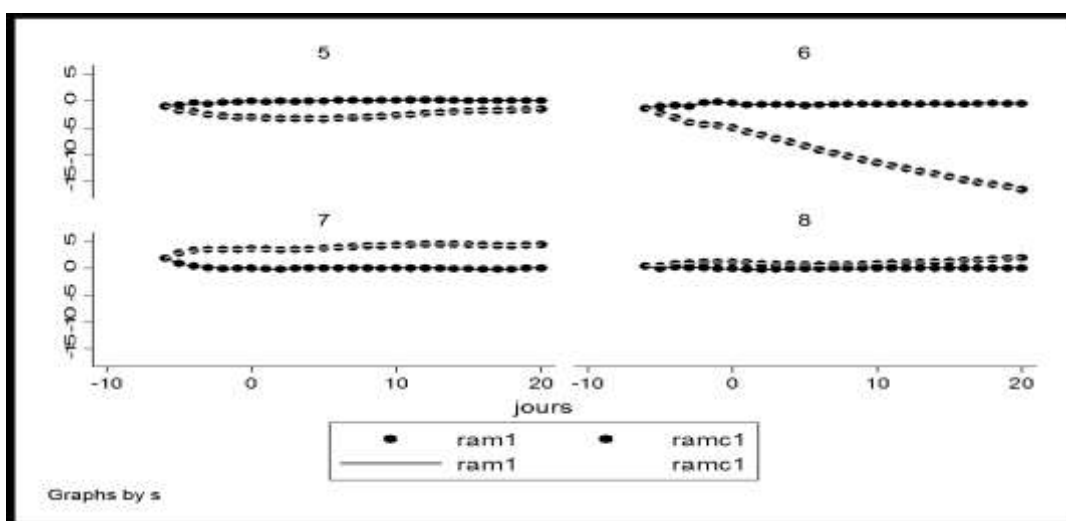
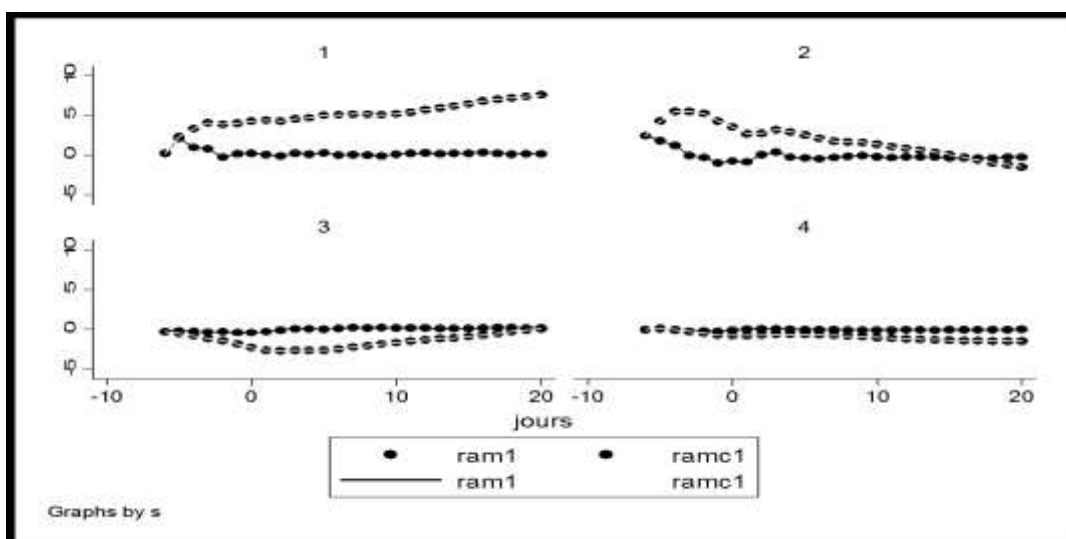


Dans le cadre de notre travail de recherche, nous avons sélectionné 8 (huit) secteurs d'activité décrit sur le tableau suivant :

Tableau 2 : Nombre d'opérations PS par secteur d'activité

Code	Secteur	Nombre PS	%	Montant chiffre d'affaires M€	%
1	Automobile	2	4%	483,403163	2%
2	Pharmaceutique et chimie	1	2%	2332,62614	8%
3	Aéronautique et transport	5	10%	1560,18239	5%
4	Télécoms, Internet, électronique, informatique et services	17	35%	5882,51112	19%
5	Banque et assurance	6	13%	16345,2892	53%
6	Énergie et construction	3	6%	2446,81391	8%
7	Tourisme	3	6%	976,602792	3%
8	Distribution et Industrie	11	23%	959,124617	3%
	TOTAL	48	100%	30986,5533	100%

Graphique 2 : RAM et RAMC relatives aux annonces des partenariats stratégiques (PS) par secteurs



Les annonces des partenariats stratégiques d'une manière générale, l'analyse de la RAM montre un impact significatif et négatif au troisième et septième jour après l'annonce (respectivement -0,197 et -0,080), par contre réellement les réactions sont positives, puisque le RAM augmente. Tout au long de la fenêtre d'événements, on remarque que les rentabilités anormales moyennes (RAM) baisse de $j = -5$ à $j = -1$, en $j = 0$, on remarque une réaction positive de marché (le passage de RA de -0,57 à 0,45 entre $j = -1$ et $j = 0$). A partir de $j = 0$ jusqu'à $j = +7$, on remarque des réactions positives en générale. Puis, on remarque des réactions tantôt positives, tantôt négatives.

Si un impact négatif sur les cours des actions est associé aux partenariats stratégiques, il semble que c'est la forme du partenariat il-même que son annonce qui est la conséquence de cette réaction de marché.

L'anticipation par le marché boursier aux annonces des partenariats stratégiques est en effet sur vu les résultats de notre recherche. Un impact significatif négatif est enregistré jours (03) jours après l'annonce, puis des rentabilités anormales moyennes (RAM) augmentent. En se référant aux travaux de Saci (2013) et d'Hubler et Meschi (2000) et avec la conclusion de nos résultats, nous pouvons dire que l'information sur les conclusions des partenariats stratégiques est parvenue progressivement aux acteurs financiers en grande partie avant l'annonce effective au public par la presse. Et par conséquent l'information est déjà prise par les acteurs financiers pour le calcul des cours boursiers et c'est pour cela qu'on voit juste une seule réaction positive du marché au jour ($j = +3$) (+0,548%) pour RA contrairement aux résultats sur les fusions-acquisitions ou nous constatons les rentabilités anormales moyennes sont en général positives.

Nous avons retenu le conseil d'Hubler et Meschi 2000 sur l'élargissement de la fenêtre d'événement pour voir si rentabilités anormales moyennes cumulées continuent de se dégradé, notant qu'Hubler et Meschi 2000 ont choisi une fenêtre d'événement [$j -10$ à $j +10$]. Pour cela, nous avons choisi d'élargir notre fenêtre d'événement à $j +20$ après l'annonce de l'événement afin de voir l'évolution des rentabilités anormales moyennes cumulées. Nous constatons que les rentabilités anormales moyennes cumulées (RAMC) sont lus en moins stable.

Après avoir analysé nos résultats par secteurs d'activités, nous constatons des réactions positives pour le secteur 1 et 7, respectivement secteur automobile et secteur du tourisme.

Tableau 3: Rentabilités anormales (RA), RAC, RAM, RAMC relatives aux annonces des fusions-acquisitions (F&A)

JOURS	RA (%)	RAC (%)	TEST T (RA)	RAM (%)	TEST T (RAM)	RAMC (%)	TEST T (RAMC)
-6	0,241	0,241	1,112	0,241	1,112	0,241	1,112
-5	0,300	0,541	0,984	0,270	1,620	0,512	1,557
-4	-0,092	0,449	-0,424	0,150	0,985	0,661	1,481
-3	-0,231	0,218	-1,304	0,054	0,460	0,716	1,313
-2	-0,296	-0,078	-1,459	-0,016	-0,157	0,700	1,114
-1	-0,035	-0,114	-0,155	-0,019	-0,208	0,681	0,972
0	1,359	1,245	3,077***	0,178	1,626*	0,859	1,104
1	0,502	1,748	1,601	0,218	2,024*	1,078	1,262
2	-0,250	1,498	-1,181	0,166	1,665*	1,244	1,345
3	-0,458	1,040	-1,863	0,104	1,103	1,348	1,360
4	-0,292	0,749	-1,198	0,068	0,801	1,416	1,347
5	-0,593	0,156	-3,246***	0,013	0,159	1,429	1,287
6	0,211	0,367	1,078	0,028	0,375	1,457	1,252

Graphique 3 : RAM et RAMC relatives aux annonces des Fusions-Acquisitions

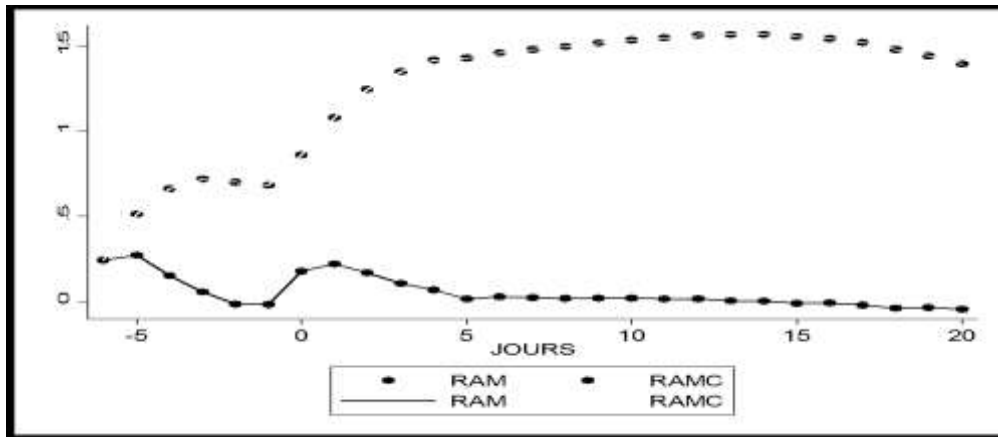
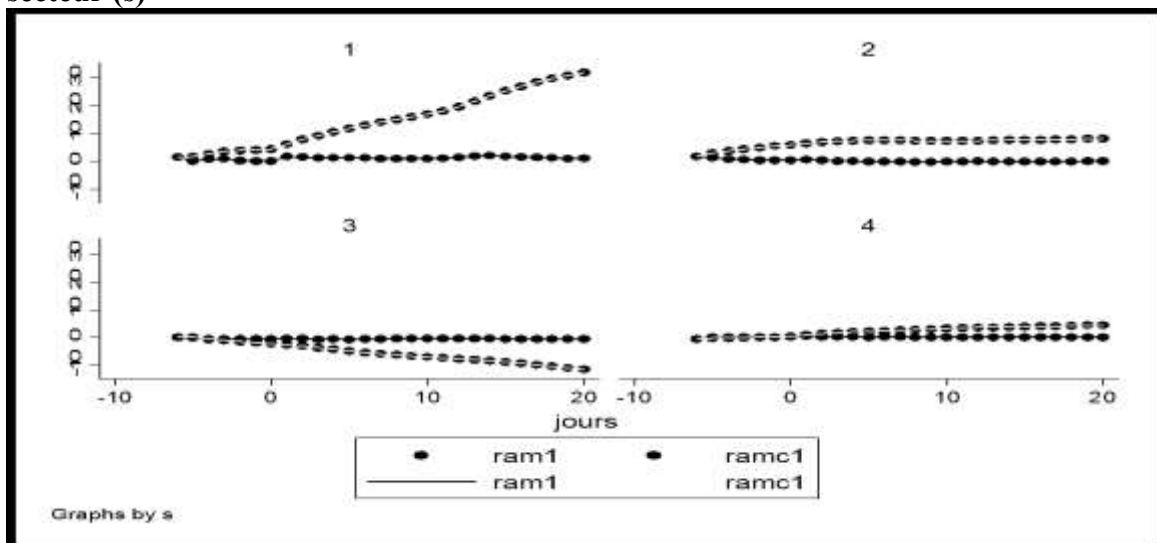
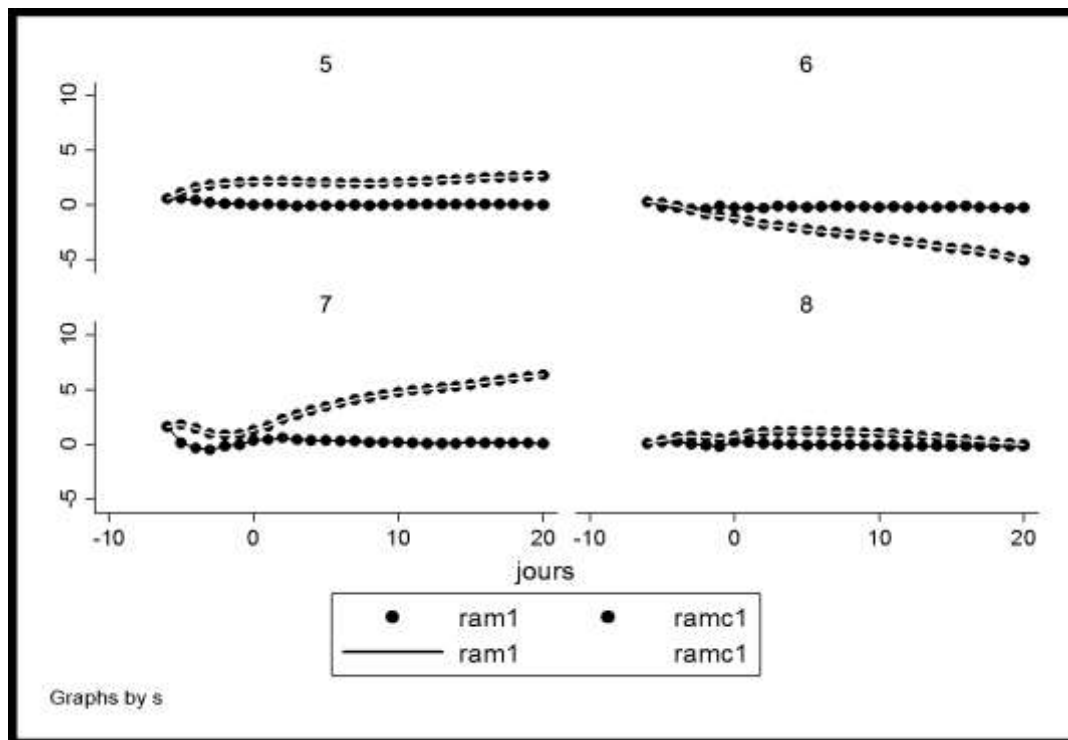


Tableau 4 Nombre d'opérations F&A par secteur d'activité

Secteur(s) d'activité	Nombre d'opérations		Chiffres d'affaires Total (en millions d'euros)	
	Nombre M&A	%	Montant	%
1- Automobile,	1	1 %	6 361	6 %
2- Pharmaceutique et Chimie,	5	6 %	7 691	7 %
3- Aéronautique et Transport,	5	6 %	5 767	6 %
4- Télécoms, Internet, Electronique, Informatique et Services	24	28 %	5 265	5 %
5- Banque et Assurance	11	13 %	40 014	39 %
6- Énergie et Construction	7	8 %	25 488	25 %
7- Tourisme	6	7 %	2 064	2 %
8- Distribution et Industrie	28	32 %	10 714	10 %
Total fusions acquisitions	87	100 %	10 3364	100 %

Graphique 4 : RAM et RAMC relatives aux annonces des Fusions-Acquisitions par secteur (s)





Pour les fusions-acquisitions, un impact significatif et positif sur les cours apparait le jour même (tableau 52), le deuxième et le troisième jour après l'annonce respectivement (+0,178%, +0,218%, +0,166%). De plus l'évolution des rentabilités anormales moyennes cumulées (RAMC) montre clairement l'apparition de cette influence au moment de l'annonce ($j = 0$), également en $j+1$ et $j+2$ puis une stabilisation progressive entre ($j = +3$) et ($j = +20$). En ($j = +1$), c'est là que nous constatons un impact plus significatif et c'est la même explication comme pour le cas des alliances stratégiques (Saci, 2013), si l'annonce de la majorité des fusions acquisition de notre échantillon était en fin de journée, il est tout à fait logique de constater l'impact le lendemain de l'annonce. Contrairement à ce que nous avons constaté dans le cas des alliances stratégiques (Saci, 2013) pour l'anticipation de l'événement où les acteurs financiers ont anticipés l'événement et ont intégrés l'événement dans les cours boursiers avant l'annonce officielle de l'annonce, ici dans le cas des fusions-acquisitions, le marché n'a pas réagi avant l'annonce si nous observons l'évolution des cours boursiers par le biais des rentabilités anormales (RA) et des rentabilités anormales moyennes (RAM) nous pouvons conclure que les acteurs financiers n'ont pas anticipé cet événement avant son annonce officielle sur les médias et la presse. Pour les acteurs financiers, l'annonce d'une fusion-acquisition à apporter une information nouvelle et qui a un impact positif sur l'évaluation des cours boursiers. Au cinquième jour après ($j = +5$) nous observons un impact significatif et négatif de la RAM, la RAM est passée entre ($j = +4$) et ($j = +5$) de (+0,801%) à (+0,159), et c'est ce que confirme le test *Student* sur les rentabilités anormales (RA). Un tel impact négatif ne peut provenir que d'une information négative, qui a conduit le marché boursier à réagir. Nous sommes conscient que la plus grande partie des dates d'annonces des fusions-acquisitions de notre échantillon se situe en période de crise, entre l'année 2007 et l'année 2008 et c'est ce que peut expliquer cet impact négatif. Nous savons que c'est difficile d'interpréter les réactions du marché boursier lorsque la fenêtre d'événement est plus large, parce qu'il y a beaucoup d'éléments nouveaux qui sont intégrés par les acteurs financiers pour le calcul des cours boursiers.

Au sixième jour ($j = +6$), la RAM a augmenté de plus que le double, elle est passé de (+0,159) (RAM au cinquième jour ($j = +5$)) au (+0,375) et l'autre côté si nous regardons les résultats pour les mêmes jours de RA, nous observons que le RA est passée de négatif au positif, de (-0,593) au (+0,211).

Lorsqu'on analyse les résultats par secteur dans le cadre de ces fusions-acquisitions, nous constatons sur les 8 secteurs d'activités que les secteurs 3 et 6, respectivement secteur Aéronautique/Transport et secteur d'Energie et Construction, connaissent un impact négatif mais pas significatif sur le cumul des rendements anormaux (RAMC).

Nous constatons les mêmes résultats en analysant le test de *Student* ainsi que les graphiques sur les fenêtres d'événement [-10, +20] et [-20, +20].

3. Analyse des résultats (test de *Student* et estimation sur données de panel)

Un impact positif de l'effet d'annonce d'une fusion-acquisition sur la performance boursière, contrairement à l'effet d'annonce d'un partenariat stratégique où l'impact est négatif. Nous constatons que nos résultats sont en cohérence avec ceux de Saci (2013) ; Hubled et Meschi (2000) et Travlos (1987) par exemple.

4. Discussion sur la création de valeur boursière

Nos résultats, dans lesquels les cours boursiers servent de mesure de performance à court terme, suggèrent dans l'ensemble que les marchés financiers semblent être indifférents aux annonces des partenariats stratégiques. Cependant, en grande partie, les fusions-acquisitions sont perçues comme de bonnes nouvelles par les acteurs financiers (Hubler et Meschi 2000).

Les partenariats stratégiques ne sont pas perçus comme des bonnes nouvelles d'une manière générale (Hubler et Meschi, 2000, comme pour le cas les alliances stratégiques). En revanche, lorsque nous avons analysé nos résultats par secteur, nous avons constaté que pour le secteur de construction, l'impact les annonces du PS sur la valeur boursière est positif, mais pas significatif. Les mêmes résultats sont constatés, mais avec moins d'importance dans les secteurs de tourisme et le secteur de distribution et d'industrie. Ce qui est difficile à expliquer sans avoir plus de détails. Koh et Venkataraman (1991), par exemple, ont observé de faibles réactions positives du marché (mais statistiquement non significatives) à l'annonce des alliances stratégiques, mais n'ont fourni aucune explication pour cette observation, et cela également peut être dû aux secteurs d'activité. De la même manière, Das et Seng (1988) dans leur travail « *impact of strategic alliances on firm valuation* », ont constaté un impact positif pour les annonces d'alliances technologiques, tandis que les alliances de marketing sont perçues comme ni bonnes, ni mauvaises.

Conclusion

L'analyse de la problématique de la mesure de la création de valeur financière dans le cadre des partenariats stratégiques et des fusions-acquisitions reste un champ d'étude rarement traité dans un contexte français, notamment sur la mesure de la création de valeur boursière des partenariats stratégiques. Ce constat est l'un des principaux intérêts ayant motivé cette recherche dont l'objectif était de contribuer aux études sur la création de valeur boursière des partenariats stratégiques et des fusions-acquisitions des entreprises françaises cotées en bourse.

Les limites de recherche: un échantillon et période d'étude limités; indisponibilité des détails des états financiers et l'absence des variables modératrices.

Les perspectives de recherche :

Une étude bidimensionnelle prenant en compte les deux niveaux d'analyse au sein d'une même étude empirique (compléter notre étude avec des entretiens auprès de managers des sociétés de notre échantillon);

Une étude rendant compte de la possible relation de causalité entre partenariat stratégique ou fusion-acquisition et la création de valeur boursière réalisée (effet sur séquence de rapprochements);

Une étude sur les PS et F&A internationales sur un grand échantillon d'entreprises qui permettrait de prendre en compte des différences managériales, culturelles, politiques...

Bibliographie

Albouy M. (2006), « Théorie, applications et limites de la mesure de la création de valeur », *Revue Française de Gestion*, No. 32, p. 160.

Aliouat B. et Taghzouti A. (2009), « Vers un pilotage des alliances stratégiques par des méthodes perceptives de la valeur », *18^{ième} Conférence AIMS*, Grenoble, 3-4-5 Juin.

Aliouat B. (1996), *Les stratégies de coopération industrielle*, Economica, Paris.

Anand B.N. et Khanna T. (2000), « Do Firms Learn to Create Value? The Case of Alliances », *Strategic Management Journal*, No. 21, p. 295-315.

Barber B.M. et Lyon J.D. (1997), « Detecting Long-Run Abnormal Stock Returns: The Empirical Power and Specification of Test Statistics » *Journal of Financial Economics*, No. 43, p. 341-372.

Barney G.B. (1991), « Firm Resource and Sustainable Competitive Advantage », *Journal of Management*, No. 17, p. 99-120.

Batsch L. (1999), *Finance et stratégie*, Economica, Paris.

Caby J., Hirigoyen G. (2001), *La création de valeur de l'Entreprise*, Economica, Paris.

Camerlynck J., Ooghe H. et De Langhe T. (2005), « Pre-Acquisition Profile of Privately Held Companies Involved in Take-Overs: An Empirical Study », *Small Business Economics*, No. 24(2), p. 169-86, November.

Coase R.H. (1937), *The nature of the firm*, Economica (New Series), IV (13-16), p. 386-405.

Combs J. G. et Ketchen D.J. (1999), « Explaining Interfirm Cooperation and Performance: Toward a Reconciliation of Predictions from The Resource-based View and Organizational Economics », *Strategic Management Journal*, No. 20, p. 867- 888.

Das S., Sen P.K., Sengupta S. (1998), « Impact of Strategic Alliances on Firm Valuation », *Academy of Management Journal*, No. 41, Iss.1, p. 27-41.

Doukas J. et Travlos N.G. (1988), « The Effect of Corporate Multinationalism on Shareholders' Wealth: Evidence from International Acquisitions », *The Journal of Finance*, No. 43, p. 161-175.

Fama E.F., Fisher L., Jensen M. et Roll R. (1969), «The Adjustment of Stock Prices to New Information », *International Economic Review*, No. 10, p. 1-21.

Gilbert P. et Charpentier M. (2004), « Comment évaluer la performance RH ? Question universelle, réponses contingentes », *Cahier de recherche GREGOR 2004/05*.

Hitt M.A., Hoskisson R.E., Ireland R.D. et Harrison J.S. (1991), « Effects of Acquisitions on R&D Inputs and Outputs », *Academy of Management Journal*. No. 34, p. 693-706.

- Hoarau C. et Teller R. (2001), *Création de valeur et management de l'entreprise*, Vuibert, Paris.
- Hubler J. et Meschi P-X. (2000), « Alliances, acquisitions et valorisation boursière », *Revue Française de Gestion*, Novembre-Décembre.
- Koh J. et Venkataramn N. (1991), « Joint Venture Formation and Stock Market Reaction: an Assessment in The Information Technology Sector », *Academy of Management Journal*, No. 34(4), p. 869-892.
- Miles M. B. et Huberman A. M. (2003), *Analyse des données qualitatives (2ème édition)*, De Boeck.
- Park N.K. et Dong-Sung Cho. (1997), « The Effect of Strategic Slliance on Performance; A Study of International Airline Industry », *Journal of Air Transport Management*, No. 3, p. 155-164.
- Park C. (2003), « Prior Performance Characteristics Of Related And Unrelated Acquirers », *Strategic Management Journal*, No. 24, p. 471-480.
- Paturel R. (1990), *Stratégie de croissance externe*, Encyclopédie du Management, Tome 1 Vuibert, p. 407-418.
- Paturel R. (2011), « Pour une refonte du paradigme de la création de valeur », *Business Management Review*, No.1(2), p. 14-23 Avril-Mai-Juin.
- Pesqueux Y. (1990), « La comptabilité et les problèmes méthodologiques de sa prétention à être une science », in *Economies et Sociétés*, Série Sciences de Gestion, n°16, novembre.
- Perret V. et Séville .M (2007), « fondement épistémologique de la recherché », In *Méthodes de recherche en management*, Thiétard. Ed.nDunod, p. 13-33.
- Saci F. (2013), " *La création de valeur des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions : justification comparative par le modèle de mesure de la valeur financière « cas des sociétés du SBF 250 »* ", thèse de doctorat en sciences de gestion, IAE, Nice Sophia Antipolis.
- Yook K.C. (2004), « The Measurement of Post-Acquisition Performance Using EVA, *Quarterly Journal of Business & Economics*, No. 42, n° 3 and 4.
- Wernerfelt B. (1984), « A Resource-based View of The Firm », *Strategic Management Journal*, No. 5, Iss.3, p. 171-180.
- Williamson O.E. (1979), « Transaction-cost economics: The governance of contractual relations », *Journal of Law and Economics*, No. 22 (2), p. 233-261.