

HEC MONTRÉAL

L'impact des fusions et acquisitions sur les rendements anormaux à long terme des entreprises acquéreuses en présence d'asymétrie d'information

Par

Imane CHAKIR

Sciences de la gestion
(Finance)

*Mémoire présenté en vue de l'obtention
du grade de maîtrise ès sciences
(M. Sc.)*

Août 2015
© Imane CHAKIR, 2015

Sommaire

Notre étude se situe dans le prolongement de la recherche scientifique en ce qui a trait à l'impact des fusions et acquisitions sur les rendements anormaux à long terme des entreprises acquéreuses en présence d'asymétrie d'information. Plus précisément, l'objectif principal de ce mémoire est de vérifier si les entreprises acquéreuses qui détiennent des informations privilégiées quant à la cible au moment de l'acquisition surperforment par rapport aux entreprises acquéreuses ne possédant ces informations.

Nous utilisons un échantillon de 709 transactions de F & A survenues aux États-Unis entre 1990 et 2007. La méthodologie utilisée sera celle de Fama et French (1993) grâce à leur modèle à trois facteurs. Les résultats de cette recherche seront confirmés par deux tests de robustesse, soit le modèle à 4 facteurs de Carhart (1997) et le modèle à cinq facteurs de Fama et French (2014).

Nous observons que l'asymétrie d'information influence considérablement la performance financière à long terme puisque les acquéreurs informés obtiennent un rendement anormal plus élevé que les acquéreurs non informés. Nous déduisons aussi que l'ensemble de notre échantillon composé des deux sortes d'acquéreurs enregistre des rendements anormaux positifs et significatifs sur les trois horizons temporels étudiés, soit de 12, 36 et 60 mois ce qui signifie que, dans notre cas, les fusions et acquisitions représentent une source de création de valeur pour les firmes acquéreuses américaines.

Table des matières

Sommaire	ii
Table des matières.....	iii
Liste des tableaux et des figures.....	v
Remerciements	vii
1. Problématique.....	1
2. Revue de littérature :.....	5
2.1. Les motivations théoriques des regroupements d'entreprises :	5
2.1.1. Les motivations stratégiques :	6
2.1.2. Les motivations financières :	7
2.1.3. Les motivations managériales :	8
2.2. Les recherches empiriques :	13
2.3. Les facteurs liés à la création de valeur :	16
2.3.1. Le mode de paiement :	17
2.3.2. L'attitude des dirigeants de l'entreprise cible :	18
2.3.3. L'existence d'enchères multiples :	19
2.3.4. Le caractère croissance ou valeur de la firme :	19
2.3.5. L'asymétrie d'information :	20
2.3.6. Le secteur d'activité :	21
2.3.7. La taille de la cible :	22
2.4. L'asymétrie d'information et son effet sur les rendements anormaux à long terme des entreprises acquéreuses :	23
3. Méthodologie	27

3.1. Échantillon :.....	27
3.1.1. Méthode de construction de l'échantillon :	27
3.1.2. Description de l'échantillon / statistiques descriptives.....	29
3.2. Méthodologie.....	40
4. Résultats	47
4.1. Résultats pour l'ensemble de l'échantillon (sans chevauchement)	47
4.2. Résultats pour l'échantillon non informé :	50
4.3. Résultats pour l'échantillon informé :	53
5. Tests de robustesse :.....	59
5.1. Le modèle à 4 facteurs de Carhart (1997).....	59
5.2. Le modèle à 5 facteurs de Fama et French	63
6. Conclusion :.....	68
Annexes :.....	71
Bibliographie :	79

Liste des tableaux et des figures

Tableau 3.1 : Distribution de l'échantillon avec chevauchement.....	31
Tableau 3.2 : Distribution de l'échantillon avec chevauchement selon le nombre de transactions de F & A subséquentes.....	32
Tableau 3.3 : Distribution de l'échantillon sans chevauchement.....	35
Tableau 3.4 : Type de fusions & acquisitions – Échantillon global.....	36
Tableau 3.5 : Mode de paiement des opérations de F & A – Échantillon global.....	36
Tableau 3.6 : Échantillon global – Répartition par secteur industriel.....	37
Tableau 3.7 : Échantillon des acquéreurs non informés – Répartition par secteur industriel.....	38
Tableau 3.8 : Échantillon des acquéreurs informés – Répartition par secteur industriel.....	38
Tableau 3.9 : Statistiques descriptives sur le rendement mensuel du portefeuille pour la période de janvier 1990 à décembre 2007 (120 mois) – Échantillon non informé et informé.....	39
Tableau 4 : Matrice de corrélation des facteurs du modèle de Fama & French – Échantillon global.....	48
Tableau 4.1 : Résultats du modèle de Fama & French – Échantillon global.....	50
Tableau 4.2 : Résultats du modèle de Fama & French – Échantillon des entreprises acquéreuses non informées.....	53
Tableau 4.3 : Résultats du modèle de Fama & French – Échantillon des entreprises acquéreuses informées.....	57

Tableau 5.1: Résultats du modèle de Carhart – Échantillon global.....	61
Tableau 5.2: Résultats du modèle de Carhart – Échantillon des entreprises acquéreuses non informées.....	62
Tableau 5.3: Résultats du modèle de Carhart – Échantillon des entreprises acquéreuses informées.....	62
Tableau 5.4: Résultats du modèle à 5 facteurs de Fama et French – Échantillon global...	65
Tableau 5.5: Résultats du modèle à 5 facteurs de Fama et French– Échantillon des entreprises acquéreuses non informées.....	65
Tableau 5.6: Résultats du modèle à 5 facteurs de Fama et French– Échantillon des entreprises acquéreuses informées.....	66
Figure 3.1 : Distribution de l'échantillon avec chevauchement.....	30
Figure 3.2 : Distribution de l'échantillon sans chevauchement.....	34

Remerciements

Je souhaiterais tout d'abord exprimer tous mes remerciements à Monsieur Georges Dionne, mon directeur de mémoire et titulaire de la chaire de recherche du Canada en gestion des risques à HEC Montréal. Ses judicieux conseils, ses précieuses recommandations, sa disponibilité et surtout, la gentillesse et la confiance qu'il a manifesté à mon égard, ont été des atouts pour pouvoir mener à bien ce travail.

Je remercie également les membres du jury qui ont accepté d'évaluer ce mémoire. Je tiens à remercier Mr Mohamed Jabir pour son aide précieuse et sa disponibilité lors de la construction de la base de données.

Je remercie mon père Abdelaziz Chakir pour ses conseils, sa confiance et l'estime qu'il a pour moi. Papa, j'espère que je suis à la hauteur de tes attentes! Je remercie également ma mère Najia Sif pour son soutien inconditionnel, pour toutes les heures qu'elle a passées à m'écouter, pour sa tendresse et son amour. Merci maman d'être aussi exceptionnelle! Je remercie mes chères sœurs pour leurs encouragements et leurs prières tout au long de mon parcours académique. Je remercie infiniment mon adorable époux Tahar Jelloul pour son support, sa patience, son amour et surtout pour avoir enduré ma vie d'étudiante à la maîtrise.

Enfin, je dédie ce mémoire à celle qui illumine ma vie et la remplit de bonheur, à ma douce fille Dina Jelloul.

1. Problématique

Les fusions et acquisitions (F & A) représentent un phénomène très important qui fait partie inhérente du contexte socioéconomique et qui suscite davantage l'intérêt substantiel de plusieurs champs d'études, tant par leur nombre que par les montants en jeu. Bien que ce phénomène ne se manifeste pas de façon linéaire mais plutôt par vagues, il semble bien être présent. Cette activité de F & A a été caractérisée par cinq vagues importantes qui ont marqué le 20^e siècle. Les deux premières, qui ont eu lieu dans les années 20, ont touché exclusivement les pays anglo-saxons et ont donné naissance à de nombreuses sociétés multinationales. Ces opérations semblent avoir eu pour origine des raisons stratégiques plutôt que financières. Le mouvement a été plus tardif en Europe continentale et s'est étendu qu'après la Seconde Guerre mondiale. C'est dans les années 60 qu'une nouvelle vague a touché, outre les pays anglo-saxons, les pays occidentaux ; la France et l'Allemagne, par la formation de nombreux conglomérats (Mueller 1980). À la différence des précédentes vagues qui ont eu lieu dans des périodes de développement économique, la quatrième vague a commencé en 1981 dans un contexte économique morose. Basée surtout aux États-Unis, cette vague était caractérisée plus par une logique financière que les trois premières. La cinquième et la plus grande vague a eu lieu au milieu des années 90 d'où l'apparition de la globalisation financière.

Différentes raisons motivent la mise en œuvre d'une F & A et poussent les entreprises à se tourner vers cette forme de croissance. Ces opérations revêtent des enjeux majeurs en termes de performance et de création de valeur. Parmi ces principales motivations, nous

avons l'accroissement du pouvoir de marché, la réalisation des effets de synergie, l'accès à de nouveaux marchés et à de nouvelles technologies, l'amélioration de la performance des titres, etc. qui permettent à ces entreprises de faire face à la concurrence et de s'adapter aux changements issus de l'environnement économique dans lequel elles évoluent.

L'analyse de l'impact d'annonces sur le cours de bourse d'une entreprise révèle des résultats très différents selon les époques et les zones géographiques. De nombreuses études ont analysé notamment les effets des opérations de F & A sur la valeur des actions, soit autour de la date d'annonce (Eckbo, 1986 et Jensen et Ruback, 1983), soit sur un horizon de temps plus long (Loughran et Vijh, 1997) et il en ressort clairement que ce sont les entreprises cibles qui font des gains significatifs à cause des primes de plus en plus élevées qu'elles reçoivent. Les résultats sont plutôt différents quant aux gains des entreprises acquéreuses. Ce gain peut être positif (Asquith et al., 1983 ; Jarell et Poulsen, 1989), nul (Healy et al., 1997) ou négatif (Agrawal et al., 1992). Mueller (1980) a déjà écrit qu'aucun autre sujet en organisation industrielle n'était aussi controversé que le phénomène des F & A d'entreprises, tant du point de vue de leurs causes que de leurs conséquences. Ce qui nous amène à nous intéresser de plus près à ces opérations et leurs effets sur le rendement anormal à long terme des entreprises acquéreuses en mettant l'accent sur l'asymétrie d'information entre les acheteurs potentiels au moment de l'acquisition.

Suite à la pression exercée par les actionnaires dont la préoccupation essentielle est l'amélioration de la performance globale de l'entreprise, les dirigeants privilégient souvent ce type de transactions devenu largement répandu dans le monde des affaires et y voient un mode de croissance beaucoup plus rapide qu'une croissance organique. Paradoxalement, de nombreuses études réalisées tant par des chercheurs en stratégie que par des cabinets de conseil ont prouvé le contraire et ont trouvé que la plupart des F & A sont vouées à l'échec, dans le sens où elles ne permettent pas d'augmenter la performance. Meier et Schier 2003 estiment le taux d'échec à plus de 50 %. Le but de ce mémoire est de s'interroger sur ce paradoxe en analysant la performance financière à long terme des entreprises acquéreuses suite à l'opération de F & A et en testant empiriquement l'effet de l'asymétrie d'information sur les rendements anormaux à long terme de l'entreprise acquéreuse.

Notre étude contribue à enrichir l'analyse de la phase post-acquisition dans les F & A en nous focalisant sur l'influence de l'asymétrie d'information entre les acheteurs potentiels. Nous proposons, dans la présente recherche, de répondre aux questions suivantes :

- Les actionnaires des entreprises acquéreuses informés performent-ils ou sous performent-ils par rapport aux actionnaires des entreprises non informés suite à l'opération de F & A ?
- Les gains ou les pertes de valeur enregistrés sont-ils maintenus pendant la période post-acquisition (12mois, 36 mois et 60 mois) pour l'ensemble des acquéreurs ?

La contribution de cette recherche est due aussi à l'utilisation d'une base de données assez grande ; un échantillon constitué de 709 transactions de F & A survenues aux États-Unis entre 1990 et 2007. Cet échantillon va nous permettre d'analyser la performance financière à long terme des entreprises acquéreuses et l'impact de l'asymétrie d'information sur cette dernière.

La présente étude est organisée de la façon suivante : la section 2 présente une revue de littérature traitant des motivations des regroupements d'entreprises, des recherches empiriques sur la performance financière à long terme des acquéreurs et des cibles, les facteurs liés à la création de valeur ainsi que l'influence de l'asymétrie d'information sur les rendements anormaux à long terme. La section 3 décrit les données et la méthodologie adoptée dans ce travail. La section 4 comprend les résultats obtenus ainsi que leur analyse alors que la section 5 présente les différents tests de robustesse. Pour terminer, nous concluons dans la section 6.

2. Revue de littérature

À travers cette section, nous essayerons de mettre en lumière les différentes motivations théoriques des regroupements¹ d'entreprises tout en présentant les recherches empiriques effectuées sur le sujet. Nous présenterons ensuite les facteurs liés à la création de valeur ainsi que des études portant sur l'asymétrie d'information et son effet sur les rendements anormaux à long terme des entreprises acquéreuses.

2.1. Les motivations théoriques des regroupements d'entreprises

Comme il a été mentionné plus haut, des pressions poussent tôt ou tard les firmes à s'ajuster aux nouvelles réalités de leur environnement et des motivations nombreuses et diversifiées incitent donc ces entreprises à entreprendre de telles opérations hautement risquées. Johnson et al. (2011) avancent les plus importantes motivations. D'après ces auteurs, les F & A résultent de trois grands types de motivations :

- Les motivations stratégiques.
- Les motivations financières.
- Les motivations managériales.

¹ Le mot « regroupement » est utilisé en tant que terme générique pour désigner une fusion ou une acquisition.

2.1.1. Les motivations stratégiques

Dans un environnement de mondialisation où la structure oligopolistique de marché s'impose, les F & A semblent être un instrument de concurrence qui va permettre aux entreprises d'améliorer leur situation, d'atteindre leurs objectifs de croissance et de réaliser trois types de gains :

- Des économies d'échelle : Ces économies d'échelles ont été à l'origine des premières vagues de regroupements. Ces dernières reposent sur le fait que les acquisitions peuvent permettre de réaliser des économies d'échelle et une réduction des frais fixes qui vont s'étaler sur une production plus grande grâce à l'accroissement de la taille de l'entité regroupée. En effet, le regroupement peut permettre la mise en commun et l'amélioration de l'allocation des facteurs de production entre l'entreprise acquéreuse et l'entreprise acquise contribuant ainsi à réduire les coûts de fonctionnement interne de l'entité.

- Le pouvoir de marché : les F & A peuvent être utilisées pour consolider la position d'une firme au sein de son industrie. En raison de leurs effets immédiats, les fusions représentent un moyen privilégié pour l'entreprise acquéreuse afin de renforcer son pouvoir de domination sur le marché, d'accroître son pouvoir de négociation et lui permettre une influence plus importante sur les niveaux des prix en augmentant ainsi ses marges bénéficiaires.

- L'accès à des ressources complémentaires : les entreprises peuvent recourir à des opérations de F & A afin d'acquérir et d'intégrer rapidement des compétences déjà existantes dans le marché et augmenter ainsi leur compétitivité. La globalisation ou les changements technologiques rendent souvent nécessaire l'acquisition de nouvelles ressources si les concurrents désirent survivre dans leur secteur. Mais contraintes soit par la rareté de ces ressources sur le marché ou la lenteur de leur développement à l'interne, les entreprises se tournent vers les F & A, car c'est le moyen le plus rapide pour se doter de ces compétences et accroître les capacités de l'organisation.

2.1.2. Les motivations financières

Les motivations financières ont trait à l'utilisation optimale des ressources financières, l'amélioration de la rentabilité financière et la réalisation d'une plus-value. Johnson et al. (2011) distinguent trois principales considérations financières :

- L'efficience financière : l'entreprise acquéreuse peut acheter une entreprise cible qui est en croissance, mais n'a pas de liquidité et est endettée. Dans ce cas, l'acquéreur profite des projets de la cible et de ses opportunités de croissance et peut généralement réaliser la fusion ou l'acquisition à bon compte étant donné la mauvaise situation financière de la cible. Une autre manière plus efficiente de réaliser des gains est de racheter l'autre entreprise par l'échange d'actions nouvelles émises plutôt que de l'argent espèces lorsque le cours de l'action de l'entreprise acquéreuse est élevé.

- L'optimisation fiscale : lors d'un regroupement d'entreprises, il peut exister parfois des avantages fiscaux liés à cette opération. Ces avantages fiscaux dépendent de la réglementation en vigueur dans les pays dont sont issues l'entreprise absorbante et l'entreprise absorbée. Si l'une d'elles est implantée dans un pays où la fiscalité est plus avantageuse, l'autre entreprise aura intérêt à lui transférer ses bénéfices. Cependant, même si ces économies fiscales réalisées lors de ces opérations sont très substantielles, elles ne constituent pas la source principale de tels regroupements.

- Rentabilité financière : certaines entreprises peuvent acquérir les actifs d'autres entreprises à un prix plus bas que celui qu'elle aurait pu supporter si elle devait les constituer elle-même. En effet, l'entreprise absorbante peut soit revendre ces actifs à un prix total supérieur au coût initial ou les réutiliser de façon plus adéquate et réaliser ainsi un gain économique.

2.1.3. Les motivations managériales

La réalisation des F & A peut résulter aussi des motivations personnelles des dirigeants et leur volonté d'asseoir leur propre satisfaction. Les objectifs des opérations de F & A peuvent servir des intérêts privés, en particulier ceux des dirigeants plutôt que ceux des actionnaires. Deux motivations managériales sont citées par Johnson et al. (2011) dans leur livre « Stratégique » :

- Les ambitions personnelles : Dans le cadre de la théorie d'agence, les dirigeants poursuivent des objectifs qui ne s'identifient pas forcément à ceux des actionnaires. Ils

cherchent, à titre d'exemple, à travers des opérations de F & A la maximisation de leur utilité managériale et non celle des actionnaires. En se basant sur la théorie des *free cash flows* (FCF) définis comme étant le surplus de liquidités disponibles à l'entreprise, Jensen (1986) prédit que les dirigeants seront plus susceptibles d'utiliser ces FCF excessifs pour favoriser leurs intérêts privés au détriment de ceux des actionnaires en réalisant des F & A dont la VAN² est négative, car même si ces regroupements se traduisent par une destruction de la richesse des actionnaires, ils contribuent à augmenter la taille de l'entreprise tout en assurant aux dirigeants une sécurité d'emploi et une meilleure rémunération étant donné que leur rémunération est fortement corrélée à la taille de l'ensemble qu'ils dirigent. D'un autre côté, des opérations importantes de F & A attirent l'attention des médias et poussent les dirigeants à choisir ce mode de croissance afin d'accroître significativement leur notoriété et leur pouvoir. Shleifer et Vishny (1989) ont évoqué la théorie de l'enracinement des dirigeants : « Managers can expropriate shareholders by entrenching themselves and staying on the job even if they are no longer competent or qualified to run the firm ».

- Les effets de mode : les opérations de F & A peuvent suivre un effet de mode. Comme nous l'avons souligné auparavant, ces transactions ont été caractérisées par différentes vagues. Durant une période d'euphorie boursière, les dirigeants peuvent être soumis à certaines pressions qui les poussent à entreprendre des opérations de F & A. Bien que les initiateurs de ces opérations nient que ces dernières soient une mode, d'après The Economist (1999) : « les fusions seraient quelques fois inspirées par l'ennui ou rien

² La VAN (valeur actuelle nette) représente les flux monétaires générés par le projet actualisés. Elle est utilisée pour déterminer si un projet d'investissement est rentable ou non.

que par le désir de laisser une trace derrière soi après des années passées à la tête d'une entreprise ».³ D'autre part, les dirigeants sont soumis à des pressions de la part des actionnaires qui craignent que leur entreprise laisse des opportunités à leurs concurrents et de la part des employés qui s'inquiètent du rachat de l'entreprise si elle ne se lance pas la première à l'acquisition de ses concurrents.

On peut citer d'autres motifs autres que ceux cités dans le livre « Stratégique » qui incitent les dirigeants à entreprendre des opérations de F & A.

- L'asymétrie de l'information : les dirigeants de l'entreprise acquéreuse peuvent en effet privilégier d'un avantage informationnel par rapport au reste du marché. Ils peuvent bénéficier d'informations privées sur la sous-évaluation de l'entreprise cible par exemple ou sur les avantages potentiels et les synergies qui vont être réalisés suite à l'opération de F & A. Dans notre étude, nous supposons que l'asymétrie d'information est présente lorsque l'un des acquéreurs possédant 5% et plus de la valeur de la cible détient de l'information privée que le reste des acquéreurs n'ont pas. Brockman et Yan (2009) ont montré que l'asymétrie d'information se manifeste dans les firmes où la structure de propriété est constituée de détenteurs de blocs et d'actionnaires diffus. Nous mettons donc l'hypothèse que les détenteurs de blocs peuvent estimer si la cible est sous-évaluée sur la base d'informations privées qu'ils détiennent et que cet avantage informationnel se manifestera d'une façon positive sur les rendements anormaux cumulés des acquéreurs.

³ The Economist, How to make mergers work, numéro special du 9 janvier 1999.

- La diversification : l'entreprise acquéreuse peut chercher à pénétrer d'autres secteurs différents du sien afin de réduire le risque des actionnaires. Le fait de répartir ses flux sur chacun de ces secteurs lui permettra de répartir les risques, de stabiliser les revenus de ses actionnaires et de faire face aux variations de la conjoncture économique qui peuvent influencer la performance de l'entreprise.

- L'amélioration de la capacité d'endettement : Suite à l'opération de F & A, Lewellen (1971) trouve que la nouvelle entité dispose d'une capacité d'endettement supérieure à la somme des capacités d'endettement des deux entreprises avant le regroupement ce qui permet une meilleure gestion du levier et l'augmentation du niveau de dette sans devoir emprunter à des taux très élevés. En effet, lorsque deux entreprises se regroupent, leurs revenus et leurs cash flow peuvent devenir plus stables et leur probabilité de défaillance plus faible du fait qu'elles sont plus diversifiées.

Il est possible de regrouper toutes ces théories de F & A selon leurs effets, allant de la création de valeur (Bradley, Desai et Kim, 1983, 1988) à la destruction de valeur (Jensen et Meckling, 1976) en passant par la neutralité de ces transactions (Roll, 1986). Par l'expression « création de valeur », il s'agit dans notre cas, du gain que réalisent les actionnaires sur le long terme. Certaines études considèrent que les F & A sont une source de création de richesse pour les actionnaires. Bradley, Desai et Kim (1983,1988) trouvent que ces opérations créent des effets de synergie tels que les économies d'échelle et d'envergure⁴. D'autres études révèlent, par contre, qu'à long terme, les F & A sont source de destruction de valeur pour les acquéreurs. En effet, Jensen et Meckling (1976)

⁴ Les économies d'envergure sont des économies de coûts liés à l'augmentation du volume à travers l'élargissement de la gamme des produits offerts.

indiquent que les FCF peuvent être sources de F & A destructrices de valeur comme ce fut le cas dans l'industrie pétrolière au début des années 80. Les entreprises avaient cumulé beaucoup de FCF suite à la hausse des prix de pétrole et ont procédé à des F & A en dehors de leur secteur. Ces opérations ont été destructrices de valeur puisque les dirigeants ne possédaient pas l'expertise nécessaire dans ces nouveaux secteurs (Jensen, 1986).

Jusqu'ici, les deux études précédentes portent un regard positif ou négatif sur la performance financière des F & A. Healy et al. (1997) se démarquent et démontrent que les transactions de F & A de type hostile ne semblent pas avoir d'effet sur la performance des firmes acquéreuses. Roll (1986) met en avant la théorie de l'hubris⁵ du dirigeant (opportunisme managérial) qui suggère que les F & A peuvent avoir lieu sans même qu'il y ait aucun effet de richesse sur la valeur de l'opération. L'auteur affirme que dans un marché efficient où les entreprises sont correctement évaluées, aucune forme de regroupement ou de réorganisation industrielle ne peut entraîner des profits supplémentaires.

Plusieurs raisons sont invoquées par les dirigeants pour justifier ces opérations de F & A mais leurs résultats restent contestés. Des études menées par différents groupes de recherche ont démontré que plus des deux tiers des F & A⁶ n'arrivent pas à réaliser les objectifs initialement visés et les bénéfices qui en découlent sont controversés, sinon négatifs. En 1987, Michael Porter avait évalué entre 50 % et 60 % le taux d'échec des F&A. En 1995, le cabinet Mercer Management Consulting a constaté qu'entre 1984 et

⁵ Hubris : Terme inspiré de la méthodologie grecque qui désigne un sentiment de confiance ou d'estime personnelle exagéré conduisant généralement l'individu à s'offrir des rétributions.

⁶ Rappelons que nous nous intéressons à la performance post F&A à long terme.

1994, 60 % des entreprises du « Business Week 500 » qui ont réalisé une acquisition significative sont moins rentables que leurs concurrents. En 2004, le cabinet McKinsey a identifié seulement 23 % des acquisitions qui ont un retour sur investissement positif⁷. La problématique de la performance financière à long terme suscite une attention particulière des chercheurs depuis quelques décennies et leurs conclusions ne font pas l'unanimité. Nous nous proposons de dresser dans la partie qui suit un bilan des études empiriques les plus éminentes sur le sujet.

2.2. Les recherches empiriques

L'étude d'Agrawal, Jaffe et Mandelker (1992), fait une analyse approfondie de la performance post-acquisition des entreprises acquéreuses sur un échantillon de 937 fusions et 227 acquisitions ayant eu lieu entre 1955 et 1987. Les auteurs trouvent que les actionnaires des entreprises acquéreuses subissent une perte de l'ordre de 10 % au cours des cinq années qui suivent les regroupements.

Loderer et Martin (1992) ont analysé 304 fusions et 155 acquisitions survenues entre 1965 et 1986. Ils ont adopté une méthode qui permet de contrôler l'effet de taille, les variations du taux sans risque ainsi que le risque systématique et ont démontré dans leur étude que les entreprises acquéreuses ne subissent pas de perte significative durant les cinq années qui suivent les regroupements. Par ailleurs, ils trouvent des rendements

⁷ Les Echos, les fusions-acquisitions ne sont peut-être pas une si mauvaise affaire, édition du 29 avril 2008.

anormaux négatifs significatifs durant la deuxième et troisième année suivant les regroupements.

Sur la base de 788 fusions et 135 offres de rachats effectués entre 1970 et 1989, Loughran et Vijh (1997) ont adopté la méthode de BHAR⁸ en faisant des ajustements pour la taille et pour le ratio valeur comptable/valeur de marché. Ces derniers ont critiqué les travaux d'Agrawal, Jaffe et Mandelker (1992) parce ce qu'ils n'ont pas tenu compte de l'effet du ratio valeur comptable/valeur de marché sur le rendement ce qui contribuait à augmenter le rendement espéré et à engendrer des rendements anormaux négatifs.

Dans leur étude, Loughran et Vijh (1997) combinent le mode d'acquisition et le mode de paiement et trouvent que durant les cinq années qui suivent l'opération, les rendements anormaux sont en moyenne de -25 % dans le cas des fusions avec échange d'actions tandis qu'ils sont de 62 % pour les firmes ayant réalisé des OPA avec paiement en liquide.

Rau et Vermaelen (1998) examinent un échantillon de 2 823 fusions et 316 opérations de rachat ayant eu lieu entre 1980 et 1991. Ils utilisent les rendements anormaux cumulés tout en contrôlant pour l'effet taille et pour l'effet du ratio valeur comptable/valeur de marché. Ils notent des différences de rendements étalés sur une fenêtre de trois ans. En effet, les entreprises acquéreuses ayant effectué des fusions sous-performent de 4.04 % alors que les entreprises acquéreuses ayant effectué des acquisitions enregistrent une performance positive de 8.56 %.

⁸ La méthode BHAR (Buy-and-Hold Abnormal Returns): Les rendements anormaux sur une base d'achat-conversion sont obtenus en soustrayant les rendements attendus composés des rendements observés composés durant la période événementielle.

Mitchell et Stafford (2000) analysent un échantillon de 2 193 regroupements survenus entre 1958 et 1993 par des entreprises cotées sur le NYSE, l'AMEX et le NASDAQ. La procédure d'estimation des rendements anormaux utilisée dans le cadre de leur recherche permet d'éviter les problèmes statistiques liés aux tests de la performance financière à long terme. En effet, en utilisant l'approche BHAR, ils trouvent des rendements qui sont négatifs, significatifs et qui sont positivement corrélés. Afin d'éviter le problème d'interdépendance, ils préconisent alors l'approche calendaire et trouvent des rendements anormaux non significatifs trois ans après le regroupement.

Barber et Lyon (1997) ont adopté la méthode de sélection des entreprises de contrôle pour évaluer le rendement à long terme. Ces auteurs préconisent cette méthode qui consiste à choisir des entreprises similaires en terme de taille et de ratio valeur comptable / valeur de marché afin d'éliminer les biais statistiques. En effet, Barber et Lyon (1997) démontrent que la méthode d'accumulation des rendements anormaux est sujette à trois types de biais : le biais de mesure (measurement bias), le biais du survivant (survivor bias) et le biais d'asymétrie (skewness bias).

Le biais de mesure : Barber et Lyon (1997) trouvent que les rendements anormaux cumulés surestiment les rendements à long terme dû au fait que cette technique ne prend pas en considération l'effet de la composition mensuelle des rendements.

Le biais du survivant : Selon Ritter (1991), ce biais se produit lorsqu'on utilise un portefeuille de marché pour calculer le rendement attendu. L'auteur explique que le calcul des rendements anormaux est positivement biaisé car l'échantillon des entreprises

ne contient pas de nouvelles firmes après l'événement tandis que le portefeuille de marché en inclut de façon continue.

Le biais d'asymétrie : Barber et Lyon (1997) montrent que la méthode d'accumulation des rendements anormaux souffre d'asymétrie positive puisque les rendements anormaux des entreprises sont générés par la différence entre les rendements d'une entreprise en particulier et ceux d'un portefeuille de marché. Ils recommandent donc la méthode d'achat-conversion BHAR

Les résultats de l'étude de Barber et Lyon (1997) montrent que la méthode de l'entreprise-contrôle et l'utilisation de la méthode BHAR permettent d'éliminer le biais du survivant et le biais d'asymétrie.

2.3. Les facteurs liés à la création de valeur

L'un des objectifs principaux des F & A est « la création de valeur » qui se traduit par l'augmentation de la valeur boursière de la nouvelle entreprise face aux deux entités prises séparément. Plusieurs facteurs affectent la performance financière à long terme des opérations de F & A et favorisent ainsi la création de valeur. Plus récemment, des études se sont penchées sur l'étude de ces facteurs et c'est ainsi qu'une série de déterminants de cette performance à long terme a été identifiée : le mode de paiement, l'attitude des dirigeants de l'entreprise cible, l'existence d'enchères multiples, le caractère croissance ou valeur de la firme, l'asymétrie d'information, le secteur d'activité et la taille de la cible.

2.3.1. Le mode de paiement

Deux principales raisons expliquent l'incidence du mode de paiement sur la performance des opérations de F & A : la fiscalité et l'asymétrie d'information. En général, le mode de financement comporte trois alternatives : Le paiement en actions, le paiement en espèces ou le financement mixte. Brown et Ryngaert (1991) ont montré que lorsque l'échange se fait par le biais d'actions, l'imposition des plus-values est reportée au moment de la revente des titres. Tandis que lorsque la transaction est payée en espèces, les actionnaires de la cible vont être taxés sur leurs gains en capital ce qui va renforcer leur pouvoir de négociation leur permettant ainsi d'extraire des primes de plus en plus élevées. Les résultats de Travlos (1987) indiquent que les actionnaires des entreprises acquéreuses perdent de l'argent lorsque le paiement de l'opération est conclu en actions (des rendements anormaux négatifs à l'annonce), par contre ceux-ci réalisent des rendements normaux lorsque l'opération est financée par de l'argent espèces. Rau et Vermaelen (1998) confirment ce résultat et montrent que le financement par actions engendre une rentabilité anormale négative à long terme alors que le financement par liquidités enregistre une rentabilité anormale positive

De plus, il existe une asymétrie informationnelle entre les dirigeants et les différents acteurs du marché. Autrement dit, lorsqu'il y a une forte asymétrie d'information concernant l'évaluation de l'entreprise cible, il serait optimal pour l'entreprise acquéreuse d'offrir des actions aux actionnaires de l'entreprise cible afin de partager avec ces derniers les risques d'évaluation de la cible (Hansen, 1987 ; Officer, Poulsen et Stegemoller, 2009) . En effet, le choix du mode de paiement envoie un signal au marché. Hege et Lovo (2009) montrent dans leur étude que la réaction du marché pour l'entreprise

acquéreuse est positive si la transaction est faite en espèces (cash) et est négative si elle est payée en actions. Les acquéreurs souhaitent payer en actions quand ils estiment que leurs actions sont surévaluées et paient en espèces quand ils estiment que leurs actions sont sous-évaluées. Cette hypothèse a été confirmée aussi par Loughran et Vijh (1997).

2.3.2. L'attitude des dirigeants de l'entreprise cible

Il existe en général deux types de prises de contrôle selon la recommandation du conseil d'administration de l'entreprise cible. Les transactions peuvent être amicales ou hostiles. Autrement dit, si le conseil d'administration accepte l'offre d'achat, la transaction est considérée comme amicale, mais s'il la rejette officiellement, la transaction est considérée comme hostile. Le caractère amical ou hostile de l'opération pourrait avoir un impact sur la performance à long terme des regroupements. Martin et McConnell (1991) expliquent que les fusions qui sont amicales créent de la valeur grâce aux effets de synergie et à la coopération entre les dirigeants de l'entreprise acquéreuse et de l'entreprise cible. Par contre, lors d'une opération hostile, les dirigeants de la firme acquéreuse ne négocient pas avec les dirigeants de la cible qui entreprennent à leur tour des mesures défensives afin d'obtenir de meilleures conditions pour eux et pour l'entreprise qu'ils représentent, ce qui accroît donc la compétition entre les firmes et pousse les acquéreurs à payer des primes de contrôle plus élevées.

Cependant, les résultats des études empiriques portant sur l'attitude des dirigeants sur la performance à long terme des F & A restent mitigés. Franks, Harris et Titman (1991) ont montré dans leur étude que l'attitude des dirigeants ne semble pas influencer la

performance financière à long terme tandis que dans l'étude de Gregory (1997), qui s'est penché sur le cas du Royaume-Uni, trouve que l'attitude hostile semble être favorable à la performance financière à long terme.

2.3.3. L'existence d'enchères multiples

La mise en concurrence de plusieurs acquéreurs potentiels au cours de processus d'enchères a pour effet d'augmenter la prime proposée par ces derniers. En théorie, chaque offrant va rehausser le prix à payer pour réaliser l'acquisition dans la limite du montant de création de valeur qu'il attend de l'opération. Ainsi, les actionnaires de la cible peuvent recevoir des primes d'acquisition très importantes sur la valeur de leur société. Bradley, Desai et Kim (1988) valident ce raisonnement et constatent une rentabilité anormale des cibles lorsqu'il existe plusieurs offreurs en compétition. En revanche, les offreurs peuvent réaliser des gains nuls lorsque leurs anticipations de synergies sont incertaines. Il y a de fortes chances que l'offreur vainqueur ait surestimé les bénéfices de cette opération et par conséquent le prix d'achat de la cible (Varaiya, 1988).

2.3.4. Le caractère croissance ou valeur de la firme

Lorsque l'opération de F & A est considérée comme une stratégie pour la croissance rapide, le résultat peut être incertain, car les dirigeants de l'entreprise acquéreuse de type croissance ayant un ratio valeur de marché / valeur comptable élevé ont des prévisions trop optimistes. Ils ont tendance à surestimer leur capacité à générer des synergies et à

déboursier donc des primes de contrôle plus élevées. Certains d'entre eux sont plutôt préoccupés par la construction d'un empire plutôt que la maximisation de la valeur des actionnaires (Baumol, 1959 ; Fuller et al., 2002) . Plus l'entreprise est grande, plus les salaires et les primes des dirigeants le sont. Par conséquent, les effets de synergie peuvent ne pas être à la hauteur des espérances. Quant aux dirigeants de l'entreprise acquéreuse de type valeur ayant un ratio valeur de marché / valeur comptable faible, ils ont plutôt tendance à sous-estimer leur capacité à créer de la valeur.

En général, l'approche croissance constitue une méthode plus audacieuse que l'approche valeur. De plus, les entreprises de croissance paient davantage de primes de contrôle que les entreprises de valeur. Rau et Vermaelen (1998) constatent que les entreprises de valeur enregistrent généralement des rentabilités plus élevées que les entreprises de croissance. Ce facteur a donc un impact sur la création de valeur lors des F & A.

2.3.5. L'asymétrie d'information

Dans certains cas, l'acquéreur peut privilégier d'un avantage informationnel par rapport au reste du marché, et par crainte de faire affaire avec des investisseurs mieux informés, les autres investisseurs non informés se protègent en réduisant le prix d'achat et en augmentant le prix de vente, ce qui conduit à des fourchettes bid-ask très élevées sur les marchés secondaires (Amihud et Mendelson, 1986). Selon Myers et Majluf (1984), une politique de communication financière complète aide à réduire le niveau d'asymétrie d'information entre les dirigeants et les investisseurs externes et à augmenter ainsi la valeur de l'entreprise. Grâce aussi à leurs relations et à un travail d'intelligence de leur

part, les acquéreurs essaient de collecter autant d'informations que possible pour connaître les forces et les faiblesses des différents joueurs (les concurrents et la cible) ainsi que leurs motivations respectives à gagner la partie ce qui leur permettra, si les informations collectées sont correctes, de négocier d'une façon plus avantageuse.

2.3.6. Le secteur d'activité

Le secteur d'activité a été également identifié comme l'un des facteurs qui peuvent affecter la performance à long terme des F & A. Nous pouvons distinguer entre les opérations de F & A de type horizontale, verticale ou congloméral⁹.

Il a été admis que les opérations horizontales créent plus de valeur que les conglomérats. La fusion ou l'acquisition horizontale est la forme la plus répandue des opérations de F & A et représente plus de la moitié des opérations réalisées dans les marchés américains et européens selon Meier et Schier (2003). Au-delà du fait qu'elles sont les plus répandues, ces opérations qui s'opèrent entre deux entreprises du même secteur d'activité permettent la création de valeur à travers trois sources : les économies d'échelle, l'augmentation du pouvoir de marché et des opportunités de croissance (Sudarsanam, 2003). En revanche, la probabilité de succès des conglomérats est moindre. Malgré le fait que ces opérations ont connu un important essor au cours des années 60 et 70, ces dernières font souvent l'objet d'un échec qui s'explique par le fait que les dirigeants de l'entreprise acquéreuse ont

⁹ Les opérations de type horizontale sont définies comme étant des opérations réalisées sur une cible de la même activité. Le type vertical implique un regroupement entre deux entreprises de la même filière en amont ou en aval et les opérations de type congloméral sont des opérations de diversification qui entraînent un rapprochement entre deux entreprises ayant des activités différentes.

moins de connaissance du secteur d'activité de la cible. Cependant, les conglomérats semblent ne pas garantir les synergies attendues et font augmenter les coûts et un désordre bureaucratique dans des métiers qui peuvent bien fonctionner séparément¹⁰. Des études portant sur les entreprises qui ont opté pour des fusions par conglomérat aux États-Unis révèlent que plus de la moitié de ces dernières ont été vendues ou liquidées dans les dix ans qui suivent la fusion. D'un autre côté, d'autres études de Kruse et al. (2007) et de Ghosh (2001) affirment que les conglomérats surperforment par rapport aux F & A horizontales en ce qui concerne la performance opérationnelle à long terme.

2.3.7. La taille de la cible

La taille de la cible a été également étudiée pour son impact sur la performance à long terme et la création de valeur par plusieurs auteurs. Elle peut avoir deux effets sur la performance. Le fait d'acquérir une cible relativement grande par rapport à l'acquéreur peut mener à la réalisation d'économies d'échelle et à une synergie de plus grande envergure améliorant ainsi la performance post-acquisition (Switzer 1996). Toutefois, Clark et Ofek (1994) montre dans leur étude que l'acquisition d'une cible de taille importante mène à un échec d'intégration et à des problèmes de gestion qui conduisent à une détérioration de la performance à long terme.

Nous avons montré à travers ce chapitre les facteurs susceptibles d'influencer la performance à long terme des acquéreurs. L'identification de ces facteurs nous permettra

¹⁰ L'économiste, Les conglomérats : Structures viables ou éphémères, édition du 15 mai 2001.

par la suite de bien comprendre le processus de la création de valeur lors des opérations de F & A.

2.4. L'asymétrie d'information et son effet sur les rendements anormaux à long terme des entreprises acquéreuses

Il existe une asymétrie d'information à laquelle doit faire face l'acquéreur lors d'une opération de F & A. Autrement dit, les dirigeants disposent d'informations privées concernant la valeur des titres de la société ainsi que ses opportunités d'investissement tandis que les investisseurs externes n'ont pas accès à ces informations. Ainsi, lorsqu'il y a une forte asymétrie d'information concernant l'évaluation de la cible, il serait plus opportun pour l'acquéreur d'offrir des actions à la cible, car ce mode de paiement représente le moyen le moins risqué. Ce dernier partage avec la cible les risques liés à la mauvaise évaluation de l'entreprise absorbée (Hansen, 1987). Les acquéreurs choisissent donc la méthode de paiement en fonction de l'information privée qu'ils détiennent. Modigliani et Miller (1958) ont montré que, dans un monde parfait sans asymétrie informationnelle et sans taxes, les gains qui résultent de l'acquisition sont les mêmes quelque soit le mode de paiement. Toutefois, en présence d'asymétrie d'information, le mode de paiement choisi a un impact sur les gains associés à l'opération de F & A.

Nous supposons dans notre étude que les détenteurs de blocs possédant 5 % et plus des actions de la cible avant l'annonce de l'offre sont mieux informés que les autres participants, car ils disposent d'informations privées sur l'entité à absorber et ils sont

capables d'estimer la vraie valeur de l'entreprise et par conséquent estimer d'une façon plus précise les gains associés à l'opération. De par leurs activités de surveillance, on croit que les détenteurs de blocs auront plus de chance de succès lors d'une F & A et que ces derniers obtiendront des rendements anormaux plus élevés que le reste des acheteurs. En revanche, les autres acquéreurs auront de réelles difficultés à évaluer ces différents gains. Ainsi, les acquéreurs informés paieront une prime significativement plus faible que celle déboursée par ceux qui sont non informés du fait que ces derniers craignent la malédiction du gagnant¹¹ et se retirent plus tôt ce qui permettra aux acquéreurs informés de réaliser une transaction profitable et d'engager des profits positifs. Ce résultat a été confirmé par Wilson (1967), Milgrom et Weber (1983) ainsi que LaHaye (2009) dans leurs études.

De plus, nous supposons que l'asymétrie d'information a une incidence sur les rendements anormaux cumulés (RAC) des acquéreurs. Il s'agit ici de l'asymétrie d'information à laquelle est confrontée l'acquéreur lors de l'évaluation de la cible dans laquelle il décide d'investir. Le fait que la cible soit difficile à évaluer devrait inciter les autres participants à être plus prudents et à offrir des primes plus faibles. Ce faisant, le gagnant déboursera à son tour une prime moins élevée qui devrait se traduire par une réaction positive du marché et des RAC favorables pour l'acquéreur. En bénéficiant généralement d'informations pertinentes relatives à la cible, les acquéreurs informés peuvent déterminer la valeur des titres et prévoir les gains futurs. Le fait même que ces informations soient restreintes aux autres participants augmente le risque de la mauvaise

¹¹ La malédiction du gagnant est un phénomène d'enchères qui désigne le fait que lorsqu'il y a une incertitude sur l'évaluation d'un bien mis aux enchères, celui qui gagne paie un prix trop élevé car c'est celui qui s'est le plus trompé dans son évaluation.

évaluation. Ainsi, l'asymétrie d'information influera sur la vraie valeur du titre et sur la performance à long terme.

Officer, Poulsen, et Stegemoller (2009) concluent dans leur étude que les rendements positifs des acquéreurs sont largement influencés par la manière de conclure l'opération de F & A en présence d'asymétrie d'information relative à la cible.

La Haye (2009) a testé l'influence de l'asymétrie d'information entre les acheteurs potentiels sur la prime payée au moment d'une acquisition en utilisant un échantillon de 1026 transactions de prises de contrôle survenues aux États-Unis entre 1990 et 2007. Elle conclut que les détenteurs de blocs d'actions paient une prime significativement plus faible que celle déboursée par les autres acheteurs. Dans ce cas, la détention de plusieurs actions confère un avantage informationnel qui contribue à la diminution de la prime payée. Cependant, Dionne, St-Amour et Vencatachellum (2008) ont testé l'effet de l'asymétrie d'information sur le prix déboursé à l'aide d'un échantillon d'enchères ascendantes anglaises d'esclaves à l'Île Maurice entre 1825 et 1834. Ils démontrent que l'asymétrie d'information influence positivement le prix déboursé par le joueur informé s'il gagne une enchère ascendante avec valeur commune et valeur privée. Dans le cas de la Haye (2009), l'effet de la valeur privée est faible puisqu'il s'agit d'une entreprise, ce qui explique la différence entre les deux résultats.

À travers notre étude, nous vérifierons si en effet l'asymétrie d'information a une incidence sur les RAC des entreprises acquéreuses suite à la F & A et s'il a été opportun

pour ces dernières de réaliser une telle opération. Dans notre cas, comme dans La Haye (2009), l'effet privé devrait être faible.

Finalement, Dionne et al. (2008) testent la présence d'antisélection dans les données car ils ont accès à un marché secondaire. Comme pour nous, La Haye (2009) n'avait pas accès à ces données supplémentaires, ce qui veut dire que nous nous limitons à un test d'asymétrie d'information.

3. Méthodologie

Ce chapitre a pour objectif de présenter la méthodologie des études en temps calendaire ainsi que l'approche utilisée pour calculer les rendements anormaux (le modèle à trois facteurs de Fama et French, 1993) qui préconise un ajustement en termes de taille et de risque. Fama et French (1993) ont montré que le coefficient bêta est peu lié à la rentabilité moyenne des titres et que la variable taille et le facteur HML décrivent mieux la rentabilité des titres.

3.1. Échantillon

3.1.1. Méthode de construction de l'échantillon

Nous nous intéressons dans ce travail aux opérations de F & A survenues aux États-Unis entre le 1^{er} janvier 1990 et le 31 décembre 2007. Nous avons utilisé trois bases de données afin de recueillir toutes les données requises pour construire notre échantillon. Tout d'abord, on a identifié 10 191 transactions de F & A réussies qui impliquent des acquéreurs et des cibles américains et publics via la base de données SDC Platinum de Thomson Financial. Ces données regroupent la date d'annonce, la date effective, le nom de l'acquéreur et de la cible, les codes SIC, la valeur de la transaction, l'attitude de l'acquéreur (amicale ou hostile), le mode de paiement, le type de la transaction et le pourcentage acquis. Nous choisissons uniquement les transactions qui permettent aux acquéreurs de prendre le contrôle de la compagnie et d'acquérir ainsi plus de 50 % des actions de la cible, nous obtenons un échantillon de 6 185 F & A. Étant donné aussi

qu'on veut comparer la performance à long terme des acquéreurs informés versus les acquéreurs non informés, on a dû retrancher 942 transactions dont l'information concernant le % détenu avant la transaction ainsi que le % acquis lors de la transaction n'est pas disponible. Nous obtenons ainsi un échantillon de 5 243 F & A. Ensuite, nous éliminons toutes les transactions dont les données nécessaires (GVKEY ou CUSIP¹²) ne sont pas disponibles, nous obtenons en fin de compte un échantillon de 3 270 prises de contrôle.

À l'aide de Compustat, nous avons recueilli les données comptables (la capitalisation boursière, la valeur comptable et la valeur marchande des actifs) concernant les acquéreurs et les cibles une année avant l'annonce. Nous avons dû retrancher 559 transactions pour lesquelles les données comptables n'étaient pas disponibles. Notre échantillon se réduit à 2 711 transactions.

Finalement, nous avons calculé les rendements anormaux en utilisant la base de données du *Center for Research in Security Prices* (CRSP). Nous avons éliminé 1 440 transactions pour lesquelles l'historique des rendements n'était pas disponible. Ainsi, notre échantillon final avec chevauchement comporte 1 271 transactions de prises de contrôle.

Pour obtenir un échantillon final sans chevauchement, nous avons également supprimé 562 transactions dont la période événementielle était chevauchée par une période

¹² Le GVKEY est un code à 6 chiffres unique qui identifie chaque entreprise dans la base de données Compustat. Le CUSIP (Committee on Uniform Security Identification Procedures) est un code à 9 chiffres servant à identifier une entreprise nord-américaine.

événementielle subséquente pour une même entreprise. Dans ce cas, nous n'avons conservé que le premier événement d'une série de chevauchements sur une fenêtre d'événement de 60 mois, car une partie des rendements à long terme de l'entreprise en question est dite contaminée par l'événement antérieur. Nous obtenons finalement un échantillon final sans chevauchement composé de 709 transactions.

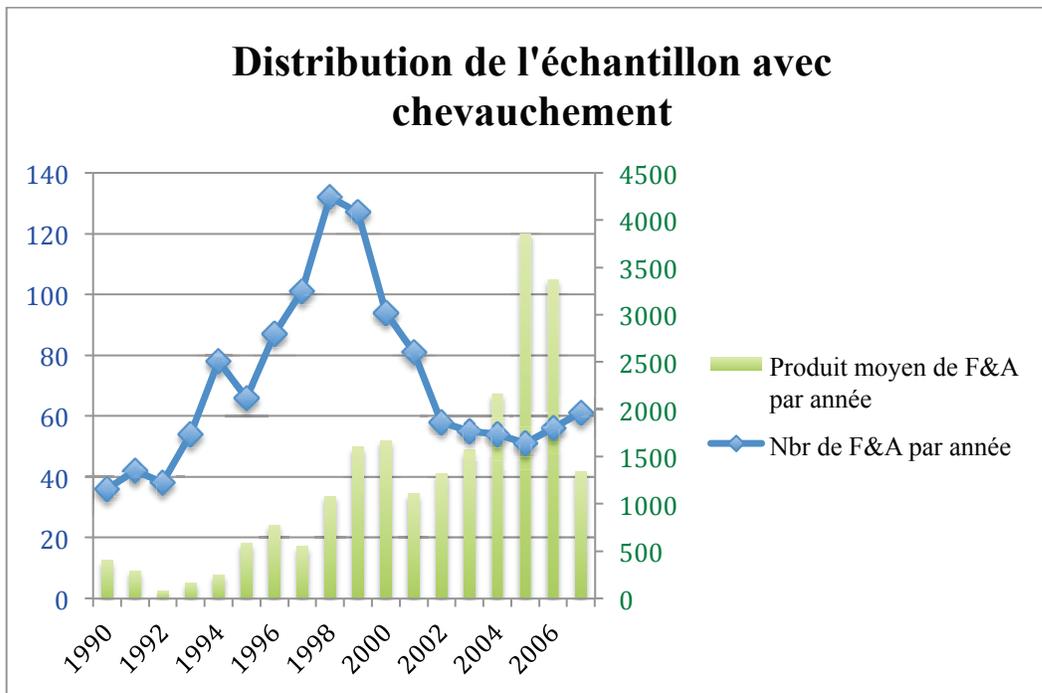
3.1.2. Description de l'échantillon / statistiques descriptives

3.1.2.1. Description de l'échantillon avec chevauchement

Selon la figure 1, nous remarquons que l'activité de F & A est en constante évolution de 1990 à 1998 ce qui capte la cinquième et la plus grande vague de ces opérations se terminant en 1999. Durant cette période, les F & A ont touché la majorité des pays développés et cette croissance constitue une réaction à l'intensification de la concurrence suite à d'importants changements tel que la mondialisation, la dérèglementation et le changement technologique. Après le pic de 1999, le rythme des F & A s'est fortement ralenti aux États-Unis et ses mouvements ont été moins importants. Nous constatons une baisse entre 2000 et 2003 qui peut être expliquée en partie par l'éclatement de la bulle internet en 2000 qui a eu un impact sur l'économie en général ainsi que les investissements massifs vers la fin des années 1990 ce qui a poussé les entreprises à reporter leurs investissements et à se concentrer plutôt sur l'amélioration de leurs résultats afin de regagner la confiance des marchés.

De 2004 à 2007, nous remarquons que l'activité de F & A reprend progressivement sa croissance. Cette dernière vague correspond à une période de taux d'intérêt très bas.

Figure 3.1 : Distribution de l'échantillon avec chevauchement



L'échantillon avec chevauchement est composé de 560 entreprises qui ont réalisé 1271 opérations de F & A. Le tableau 3.1 et la figure 3.1 représentent la distribution des opérations de F & A durant la période de l'étude. Nous remarquons que le nombre de F & A varie d'une année à l'autre. En 1998, ce nombre a atteint un maximum de 132 prises de contrôle avec un produit moyen de 1,08 milliard de dollars tandis que l'année 2005 représente l'année la plus importante, notamment en terme du produit moyen de F & A. Ce dernier a atteint 3,86 milliards de dollars. La valeur de ces opérations s'est

envolée au cours du 4^{ème} trimestre, contribuant à faire de cette année la plus active depuis le pic de 1999. En effet, cette année a été marquée par de très grosses opérations comme le rachat de Gillette par Procter & Gamble Co. pour une valeur totale de 54,9 milliards de dollars.

Tableau 3.1 : Distribution de l'échantillon (avec chevauchement) par année

Année	Nombre de F&A par année	Produit total de F&A par année (\$mil)	Produit moyen de F&A par année (\$mil)
1990	36	12 448,60	401,57
1991	42	10 758,90	290,78
1992	38	2 982,92	80,62
1993	54	8 663,71	166,61
1994	78	18 894,31	251,92
1995	66	37 344,19	583,50
1996	87	66 225,06	779,12
1997	101	54 476,60	550,27
1998	132	139 168,08	1 078,82
1999	127	203 595,20	1 603,11
2000	94	153 876,15	1 672,57
2001	81	89 571,07	1 105,82
2002	58	76 511,09	1 319,16
2003	55	86 508,50	1 572,88
2004	54	117 126,03	2 169,00
2005	51	196 831,48	3 859,44
2006	56	188 994,43	3 374,90
2007	61	80 590,45	1 343,17
Grand Total	1271	1 544 566,8	1 242,62

Le tableau 3.2 nous montre que 55,18 % des entreprises (soit 309 entreprises) de l'échantillon n'ont procédé à aucune transaction de F & A subséquente sur la période de l'étude. 18,39 % (soit 103 entreprises) ont réalisé une transaction subséquente. 8,93 % (soit 50 entreprises) ont réalisé 2 transactions subséquentes. 17,50 % (soit 98 entreprises) du reste de notre échantillon ont réalisé au-delà de 3 transactions subséquentes.

Tableau 3.2 : Distribution de l'échantillon avec chevauchement selon le nombre de transactions de F & A subséquentes

Nombre de F&A subséquentes	Nombre d'entreprises	%
0	309	55,18 %
1	103	18,39 %
2	50	8,93 %
3	33	5,89 %
4	27	4,82 %
5	10	1,79 %
6	10	1,79 %
7	4	0,71 %
8	3	0,54 %
9	2	0,36 %
10	2	0,36 %
11	3	0,54 %
14	1	0,18 %
17	1	0,18 %
18	1	0,18 %
19	1	0,18 %
Total	560	100 %

3.1.2.2. Description de l'échantillon sans chevauchement

L'échantillon sans chevauchement réduit le nombre de transactions de F & A à 709. Le tableau 3.3 et la figure 2 représentent la distribution par année de toutes ces opérations durant la période de l'étude. Nous remarquons que l'année 1998 occupe la première place en termes de nombre d'opérations de F & A (66 transactions) avec une moyenne de 1,02 milliard de dollars qui ne correspond pas à la moyenne la plus élevée. L'année 2005 reste l'année la plus importante en terme de produit moyen des F & A avec un montant qui s'élève à 5,02 milliards de dollars. Comme expliquée précédemment, cette année a été caractérisée par un grand nombre d'opérations de fusions et acquisitions avec en particulier des transactions de grande taille.

Il est à noter aussi que les caractéristiques de la distribution de l'échantillon sans chevauchement ne sont pas différentes de celles de la distribution de l'échantillon avec chevauchement. Autrement dit, le fait de supprimer de notre base de données des transactions dont la période événementielle était chevauchée par une période événementielle subséquente pour une même entreprise n'affecte pas la tendance et par conséquent ne crée pas de biais dans notre analyse.

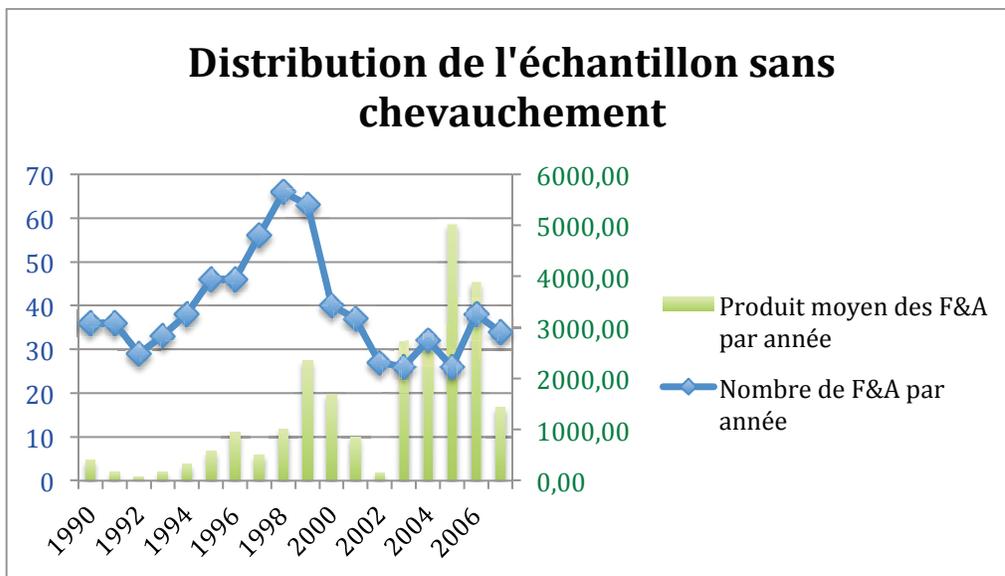
Figure 3.2 : Distribution de l'échantillon (sans chevauchement)

Tableau 3.3 : Distribution de l'échantillon (sans chevauchement) par année

Année	Nombre de F&A par année	Produit total des F&A par année (\$mil)	Produit moyen des F&A par année (\$mil)
1990	36	12 448,60	401,57
1991	36	5 139,89	165,80
1992	29	2 289,57	81,77
1993	33	5 596,90	180,55
1994	38	11 294,46	322,70
1995	46	25 353,12	576,21
1996	46	42 173,33	958,48
1997	56	27 612,28	511,34
1998	66	66 070,77	1 016,47
1999	63	148 044,64	2 349,91
2000	40	67 533,84	1 688,35
2001	37	31 663,35	855,77
2002	27	4 284,46	158,68
2003	26	71 062,71	2 733,18
2004	32	92 415,14	2 887,97
2005	26	130 564,69	5 021,72
2006	38	147 902,76	3 892,18
2007	34	47 534,30	1 440,43
Total	709	938 984,80	1 370,78

3.1.2.3. Statistiques descriptives

Selon le tableau 3.4, nous remarquons aussi que la majorité des fusions & acquisitions sont de type amical (96,76 %) tandis que les offres hostiles représentent à peine 2,12 %. Nous notons également selon le tableau 3.5 que les transactions complètes payées au comptant ne font pas l'unanimité et ne représentent que 29,06 % des prises de contrôle tandis que 30,61 % de ces opérations sont financées par des actions ordinaires et 17,49 % sont mixtes (paiement en espèces et en actions).

Tableau 3.4 : Type de fusions & acquisitions – Échantillon global

Type de transaction	Nombre de transactions	%
Amicales	686	96,76 %
Hostiles	15	2,12 %
Indéterminé	8	1,13 %
Total	709	100 %

Tableau 3.5 : Mode de paiement des opérations de F & A – Échantillon global

Mode de paiement	%
Actifs	0,14
Liquidité	29,06
Liquidité/Actions ordinaires	17,49
Liquidité / Passifs	7,48
Liquidité / Autres (options –earn-out ¹³ -bons de souscription...)	1,41
Actions ordinaires	30,61
Actions ordinaires/ Passifs	4,37
Actions ordinaires/ Others (dette- noteconvertible -option-Bons de souscription...)	4,09
Passifs	0,14
Passifs /autres	2,68
Notes	0,14
Dette	0,14
Actions privilégiées	0,14
Indeterminé	2,12
Total	100

¹³ Earn-out : C'est une clause qui fait bénéficier le vendeur de la cible d'un complément de prix de cession si les résultats qu'il envisageait lors de la négociation du prix de vente se réalisent effectivement au cours exercices postérieurs à la cession.

Le tableau 3.6 montre la répartition sectorielle des entreprises acquéreuses qui forment notre échantillon. Le secteur manufacturier représente 43,16 % de l'activité des F&A. Il est suivi par le secteur des banques, assurances et immobilier avec 27,64 % des opérations et par le secteur des services qui enregistre 11,28 % des opérations.

Tableau 3.6 : Échantillon global – Répartition par secteur industriel

SIC Code de l'acquéreur	Secteur industriel	Nombre d'entreprises	%
10-14	Mining	33	4,65%
15-17	Construction	7	0,99%
20-39	Manufacturing	306	43,16%
40-49	Transportation & Public Utilities	38	5,36%
50 -51	Whole Trade	16	2,26%
52-59	Retail Trade	33	4,65%
60 -67	Finance, Insurance, Real Estate	196	27,64%
70-89	Services	80	11,28%
Total		709	100,00%

Nous remarquons selon le tableau 3.7 que la répartition sectorielle des acquéreurs non informés est similaire à celle de notre échantillon global. Ceci est dû au fait que les acquéreurs non informés représentent 96 % de notre échantillon. En ce qui concerne les acquéreurs informés (tableau 3.8), le secteur manufacturier et le secteur des banques, assurances et immobilier occupent respectivement le 1^{er} et le 2^{ème} rang, ce qui est semblable à notre échantillon global. Le secteur de la vente au détail occupe la 3^{ème} place au lieu du secteur des services dans l'échantillon global.

Tableau 3.7 : Échantillon des acquéreurs non informés – Répartition par secteur

industriel

SIC Code de l'acquéreur	Secteur industriel	Nombre d'entreprises	%
10- Quatorze	Mining	33	4,65%
15-17	Construction	6	0,85%
20-39	Manufacturing	293	41,33%
40-49	Transportation & Public Utilities	38	5,36%
50 -51	Whole Trade	16	2,26%
52-59	Retail Trade	28	3,95%
60 -67	Finance, Insurance, Real Estate	190	26,80%
70-89	Services	77	10,86%
Total		681	96,05%

Tableau 3.8 : Échantillon des acquéreurs informés – Répartition par secteur

industriel

SIC Code de l'acquéreur	Secteur industriel	Nombre d'entreprises	%
10- quatorze	Mining	0	0,00%
15-17	Construction	1	0,14%
20-39	Manufacturing	13	1,83%
40-49	Transportation & Public Utilities	0	0,00%
50 -51	Whole Trade	0	0,00%
52-59	Retail Trade	5	0,71%
60 -67	Finance, Insurance, Real Estate	6	0,85%
70-89	Services	3	0,42%
Total		28	3,95%

Le tableau 3.9 reporte les statistiques descriptives relatives au rendement mensuel du portefeuille non informé et du portefeuille informé. Les statistiques sont fournies pour la période allant de janvier 1990 à décembre 2007 avec une fenêtre d'événement de 60 mois.

Pour le portefeuille non informé, la moyenne du rendement mensuel est de 1,33 % avec un écart-type de 4,57 %. La valeur maximale (14,82 %) et la valeur minimale (-13,37 %) sont respectivement observées en décembre 1991 et août 1998. Sa distribution représente une faible asymétrie négative (-0,25). La moyenne du rendement mensuel du portefeuille informé est de 2,29 % avec un écart-type de 8,27 % qui est plus élevé que l'échantillon non informé. La valeur maximale (52,48 %) et la valeur minimale (-22,38 %) sont respectivement observées en décembre 1999 et mars 1999. Compte tenu de ces étendus, l'écart-type serait donc plus grand pour l'échantillon informé.

Tableau 3.9 : Statistiques descriptives sur le rendement mensuel du portefeuille pour la période de janvier 1990 à décembre 2007 (120 mois) – Échantillon non informé et informé

	Moy. (%)	Écart- type (%)	Coefficient d'asymétrie	Max (%)	Méd (%)	Min (%)
<i>R_{p non inf.}</i>	1,33	4,57	-0,25	14,82	1,50	-13,37
<i>R_{p inf.}</i>	2,29	8,27	1,39	52,48	2,31	-22,38

3.2. Méthodologie

La majorité des études qui s'intéressent à l'évaluation de l'impact des fusions & acquisitions sur la richesse des actionnaires utilisent la méthode d'études d'évènement (Event study). Elle consiste à calculer le rendement anormal dans une fenêtre d'observation autour de l'évènement étudié. Le calcul du rendement anormal se fait par une simple soustraction entre la rentabilité réelle et la rentabilité estimée sans la présence de l'évènement représenté par l'équation suivante :

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}) \quad (1)$$

Cette approche a souvent été l'objet de plusieurs critiques du fait qu'elle génère différents biais statistiques. Les études en temps calendaire représentent donc une alternative aux études événementielles.

Ceci dit, afin d'évaluer la performance à long terme, nous avons eu recours à l'approche des études en temps calendaire. Depuis les années 1990, les chercheurs se sont penchés vers l'analyse de la performance à long terme afin de pallier les déficiences des études à court terme. Fama (1998) et Mitchell et Stafford (2000) ont mis en évidence la sensibilité des résultats aux méthodes choisies pour le calcul de la performance financière à moyen et à long terme. Selon ces nouvelles méthodes utilisées, nous arrivons à détecter la création ou la perte de valeur enregistrée par les marchés boursiers pendant la période post-évènement.

L'approche en temps calendaire a été utilisée pour la première fois dans sa recherche financière par Jaffe et Mandelker (1974). Alors que l'approche en temps évènementiel additionne les rendements des entreprises ayant connu des évènements à différents moments, l'approche calendaire tient compte du temps réel de l'évènement, c'est-à-dire du temps effectif du calendrier (jour, mois, année). Elle consiste à calculer pour chaque mois de calendrier, le rendement d'un portefeuille composé des entreprises qui ont procédé à une F & A un certain nombre de mois précédant un mois de calendrier donné. Nous supposons ici que la période évènementielle soit de cinq ans. Par exemple, pour un mois de calendrier donné, on va calculer le rendement d'un portefeuille constitué d'entreprises ayant subi un évènement au cours des 60 mois précédents. Ici, le rendement mensuel d'un portefeuille correspond à la moyenne équipondérée des rendements mensuels des actions composant le portefeuille en question.

Selon Fama (1998), cette méthode permet d'éliminer le problème relié à l'interdépendance entre les rendements des titres des entreprises à l'étude. Pour calculer les rendements anormaux dans le cadre de cette procédure, les chercheurs ont retenu deux méthodes à savoir le modèle à trois facteurs de Fama et French (1993) et la moyenne mensuelle des rendements anormaux.

Dans notre étude, nous avons opté pour le modèle de Fama et French (1993) qui propose un modèle à trois facteurs servant à corriger les défaillances du modèle d'évaluation des actifs financiers (MÉDAF)¹⁴ basé sur un seul facteur de risque. Selon ces auteurs, on

¹⁴ Le MÉDAF ne permettrait pas d'expliquer la totalité de la variabilité des rendements observés sur les marchés financiers.

aurait tendance à observer un rendement plus élevé pour les entreprises à petite capitalisation boursière et pour les entreprises de valeur (facteur HML élevé) comparativement aux entreprises à grande capitalisation boursière et aux entreprises de croissance (facteur HML faible). Ce rendement élevé serait la compensation d'une prise de risque plus importante.

Il est à noter que l'approche en temps calendaire est sensible au problème du « bad-model » selon Fama (1998). Ce dernier indique que « les problèmes du bad model sont de deux types. D'abord, n'importe quel modèle d'évaluations d'actifs n'est qu'un simple modèle avec ses propres limites et ne permet pas en conséquence de décrire complètement les rendements attendus... En second lieu, même si on trouve un modèle parfait, n'importe quel type d'échantillon produit des déviations systématiques à partir des prévisions du modèle ». (Fama, 1998, p.283). Pour cela, nous utiliserons deux autres modèles qui permettront de s'assurer de la robustesse de nos résultats.

Le modèle de Fama et French présenté à l'équation (2) se propose d'expliquer les rentabilités des actions par trois facteurs ; le risque du marché (le bêta), le risque relié à la taille (SMB) et celui attribué au ratio Valeur comptable / Valeur marchande des actifs ou (HML). La variable dépendante correspond au rendement excédentaire du portefeuille d'entreprises observées pour le mois t ($R_{p,t} - R_{f,t}$) où $R_{f,t}$ désigne le taux sans risque alors que les variables explicatives sont : ($R_{m,t} - R_{f,t}$) qui correspond à la prime requise par l'ensemble du marché, SMB_t (*Small caps minus Big caps*) qui désigne le différentiel de rendement entre les entreprises à petite capitalisation et celles à grande capitalisation, appelée également « size premium » et HML_t (*High minus Low*) qui désigne le

différentiel de rendement entre les entreprises de valeur et les entreprises de croissance. Les paramètres α_p, β_p, s_p et h_p s'estiment par une régression linéaire. L'estimation du coefficient α de la régression indique le rendement anormal mensuel moyen de l'échantillon.

$$R_{p,t} - R_{f,t} = \alpha_p + \beta_p (R_{m,t} - R_{f,t}) + s_p SMB_t + h_p HML_t + \varepsilon_{pt} \quad (2)$$

Où l'indice p représente le portefeuille informé ou le portefeuille non informé.

Nous utilisons le taux d'intérêt mensuel des bons du Trésor à 91 jours comme proxy du taux sans risque et le rendement mensuel de l'indice S&P 500 pour approximer le rendement du portefeuille de marché.

Étant donné que le facteur intervient dans l'explication du rendement, il doit être connu avant la variable rendement. On utilise donc la capitalisation boursière de l'entreprise fin décembre $t-1$ pour calculer ce dernier. La taille de l'entreprise est représentée par le nombre d'actions ordinaires émises en circulations multiplié par le cours de bourse en date t .

Dans le cadre de ce mémoire, nous nous attarderons spécifiquement à la valeur de l'ordonnée à l'origine α qui permet de détecter le rendement anormal mensuel d'un titre compte tenu du risque excédentaire du marché, du facteur taille et du facteur HML. Fama et French (1993) ont confirmé que les portefeuilles construits dans le but de répliquer le facteur de risque relié à la taille et celui relié au facteur HML augmentent

considérablement la variation des rendements boursiers des actions américaines. Cependant, ces deux facteurs semblent être déterminants dans l'explication des rendements anormaux.

Les deux facteurs de risque à savoir SMB et HML sont extraits du site internet de Kenneth French¹⁵. Ils sont la combinaison de six portefeuilles construits par Fama et French et sont actualisées au moins une fois par année et regroupent toutes les actions cotées sur le NYSE, l'AMEX et le NASDAQ pour lesquelles les données en décembre de $t-1$ et juin de t sont disponibles et dont le ratio VC/VM n'est pas négatif en décembre $t-1$.

Le facteur SMB correspond donc à la différence entre la rentabilité mensuelle moyenne des trois portefeuilles de petite taille (S/L, S/M, S/H) et la rentabilité moyenne des trois portefeuilles de grande taille (B/L, B/M, B/H). L'équation (3) formalise cette définition :

$$SMB = \frac{1}{3} \left(\frac{S}{L} + \frac{S}{M} + \frac{S}{H} \right) - \frac{1}{3} \left(\frac{B}{L} + \frac{B}{M} + \frac{B}{H} \right) \quad (3)$$

Le facteur HML correspond à la différence entre la rentabilité mensuelle moyenne des deux portefeuilles contenant les entreprises de ratio VC/VM élevée et de ratio VC/VM faible. L'équation (4) formalise cette définition :

¹⁵ http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html

$$HML = \frac{1}{2} \left(\frac{S}{H} + \frac{B}{H} \right) - \frac{1}{2} \left(\frac{S}{L} + \frac{B}{L} \right) \quad (4)$$

Pour chaque mois de calendrier de janvier 1990 à décembre 2007, nous sélectionnons les entreprises qui ont procédé à des opérations de F & A durant les 12, 36 et 60 mois précédents pour chacun de nos trois horizons temporels (12, 36 et 60 mois). Ces entreprises forment nos portefeuilles pour chacun des mois de notre période d'étude. Par la suite, on calcule le rendement agrégé de ces entreprises pour le mois en question afin d'obtenir le rendement mensuel de notre portefeuille. L'ordonnée à l'origine α du modèle de Fama et French permettra de détecter le rendement anormal mensuel.

Finalement, nous utilisons le modèle de régressions par moindres carrés pondérées (weighted least squares regression) afin de contrôler l'hétéroscédasticité étant donné que le nombre de firmes dans chacun de nos portefeuilles mensuels diffère d'une période à l'autre. Pour l'échantillon composé des acquéreurs non informés, nous disposons d'un large volume de transactions pour les périodes de 12, 36 et 60 mois ce qui nous permet de considérer dans notre calcul seulement les portefeuilles composés d'au moins cinq entreprises. Nous tenons à préciser que seulement 4 mois (les 2 premiers mois et les 2 derniers mois) de notre période d'étude qui n'ont pas été pris en considération sur les 3 périodes car ils comptent des portefeuilles de moins de cinq firmes. Pour ce qui concerne les acquéreurs informés et qui représentent les détenteurs de blocs possédant 5 % et plus des actions de la cible avant l'annonce de l'offre, ils représentent 4% de l'échantillon global, le nombre de transactions se voit donc réduire sur les 3 périodes. Nous observons des portefeuilles de moins de 5 firmes sur un grand nombre de mois spécialement pour la

période de 12 mois ce qui nous empêche donc d'appliquer la règle de 5 firmes car ceci réduirait le nombre d'observations et notre échantillon deviendra très petit.

4. Résultats

Dans cette section, nous présentons d'abord les résultats de la régression du modèle à 3 facteurs de Fama et French pour notre échantillon global suivis des résultats de l'échantillon composé des acquéreurs non informés ainsi que les résultats de l'échantillon des acquéreurs informés. Nous mettrons l'accent sur l'effet de l'asymétrie d'information sur les rendements anormaux à long terme des acheteurs potentiels. Par la même occasion, nous allons déterminer si la performance financière à long terme, qu'elle soit positive, négative ou nulle, est maintenue pendant la période post-acquisition.

4.1. Résultats pour l'ensemble de l'échantillon (sans chevauchement)

Tout d'abord, il serait intéressant de regarder la matrice de corrélation du tableau 4 afin de bien comprendre l'interaction entre les différents facteurs du modèle de Fama et French. Le bêta est corrélé positivement avec le facteur SMB et est fortement et négativement corrélé avec le facteur HML. Le facteur SMB est, quant à lui, négativement corrélé avec le facteur HML. Cette relation négative indique que le mouvement de l'une de ces deux variables entraînera pour l'autre variable un mouvement dans le sens contraire.

En comparant nos coefficients de corrélation avec ceux obtenus par Fama et French (1993), nous remarquons que la corrélation entre les rentabilités des deux facteurs SMB et HML est beaucoup plus importante et du même signe (-0,43 contre -0,08). La corrélation entre l'excès de rentabilité du portefeuille de marché et la prime de rentabilité associée au facteur HML est plus élevée (-0,75 contre -0,38) tandis qu'elle est du même

signe et légèrement plus faible avec la prime de rentabilité associée à la taille (0,22 contre 0,32).

Tableau 4 : Matrice de corrélation des facteurs du modèle de Fama & French pour la période de janvier 1990 à décembre 2007 (120 mois) – Échantillon global

	Rm - Rf	SMB	HML
Rm - Rf	1		
SMB	0,22437	1	
HML	-0,7542	-0,4352	1

Le tableau 4.1 montre que le rendement anormal pour l'ensemble de l'échantillon calculé avec le modèle à trois facteurs de Fama et French est positif et statistiquement différent de 0 sur les trois périodes (12, 36 et 60 mois) suivant une F & A. Sur ces périodes post-acquisition, le rendement anormal est respectivement de 0,73 % significatif au seuil de 1 % (statistique $t = 3,60$), de 0,78% significatif au seuil de 1 % (statistique $t = 6,69$) et de 0,74% significatif au seuil de 1% (statistique $t = 7,65$). Nous constatons donc un gain de valeur et une performance anormale mensuelle positive pour notre échantillon global.

Le coefficient associé au risque du marché est positif et statistiquement significative au seuil de 1 % sur les trois périodes étudiées (12, 36 et 60 mois). Les valeurs respectives de ce coefficient sont de 0,9277 (statistique $t = 16,80$), de 0,9617 (statistique $t = 35,66$) et de 0,9598 (statistique $t = 42,41$). Nous remarquons que le bêta présente des valeurs positives élevées ce qui explique une partie importante de la variation du rendement excédentaire du portefeuille des entreprises acquéreuses.

Par ailleurs, le coefficient de risque du facteur taille est positif et statistiquement significatif au seuil de 5 % pour les horizons temporels de 12 et 36 mois et positif et statistiquement significatif au seuil de 1 % pour l'horizon temporel de 60 mois. Pour la période post-acquisition de 12 mois, ce coefficient est de 0,1327 (statistique $t = 2,12$) et il est de 0,0703 (statistique $t = 2,02$) pour la période de 36 mois tandis que pour la période de 60 mois, ce coefficient est significatif au seuil de 1 %, il est de 0,0935 (statistique $t = 3,10$). Nous constatons que le coefficient du facteur taille capte une partie de la variabilité des rendements excédentaires des entreprises acquéreuses ce qui est conforme à nos attentes et justifie l'incorporation de la prime SMB dans le modèle de Fama et French.

Pour ce qui est du coefficient associé au facteur HML, nous constatons qu'il est positif et non significatif pour la période de 12 mois, ce coefficient est de 0,0353 (statistique $t = 0,47$) alors qu'il est négatif et non significatif pour la période de 36 mois, ce coefficient est de -0,0612 (statistique $t = -1,64$). Pour la période de 60 mois, ce coefficient est toujours négatif et statistiquement significatif au seuil de 1 %, il est égal à -0,0987 (statistique $t = -3,07$). En résumé, le facteur HML ne représente pas un facteur significatif dans l'explication du rendement excédentaire des entreprises acquéreuses sur les périodes de 12 et 36 mois. Ce dernier devient significatif seulement sur la période de 60 mois. On conclut donc que la prime HML a un effet significatif sur la variation des rendements excédentaires que sur un horizon temporel long, soit de 60 mois.

En outre, il est à noter que le coefficient de détermination ajusté (R^2 ajusté) du modèle à trois facteurs de Fama et French a atteint 60,72 % les 12 premiers mois et a tendance à

augmenter durant les horizons de 36 et 60 mois pour atteindre respectivement 84,79% et 87,97 % ce qui prouve la performance de ce modèle dans l'explication du rendement excédentaire des entreprises acquéreuses. De plus, le modèle explique mieux la variance de ce rendement quand l'horizon temporel devient plus long.

Tableau 4.1 : Résultats du modèle à 3 facteurs de Fama & French – Échantillon global

	12 mois	Stat - t	36 mois	Stat - t	60 mois	Stat - t
Rend. anormal	0,0073***	3,6	0,0078***	6,69	0,0074***	7,65
Rm - Rf	0,9277***	16,799	0,9617***	35,66	0,9598***	42,41
SMB	0,1327**	2,12	0,0703**	2,02	0,0935***	3,10
HML	0,0353	0,47	-0,0612	-1,64	-0,0987***	-3,07
R² ajusté	0,6072		0,8479		0,8797	

*Significatif pour un seuil de 10% ** Significatif pour un seuil de 5% *** Significatif pour un seuil de 1%
La statistique t est le résultat de la statistique de Student selon l'hypothèse H_0 que la variable = 0.
n (nombre d'observations) pour 12 mois = 223, n pour 36 mois =247 et n pour 60 mois =271.

4.2. Résultats pour l'échantillon non informé

Selon le tableau 4.2, les résultats sont très proches de ceux de l'échantillon global étant donné que les entreprises non informées représentent une grande partie de notre échantillon global. Le rendement anormal est positif sur les trois horizons temporels, de 12, 36 et 60 mois et est statistiquement significatif au seuil de 1 %. Il est de 0,73 % sur la période post-acquisition de 12 mois (statistique t = 3,60) et augmente à 0,78 % sur la période post-acquisition de 36 mois (statistique t = 6,69) puis baisse légèrement pour

atteindre 0,74 % (statistique $t = 7,65$). Nous remarquons donc une performance financière anormale positive et statistiquement significative, mais dont la valeur reste faible avec une tendance stable sur les trois périodes considérées dans l'étude. Malgré le fait que la majorité des premières études qui ont testé la performance financière à long terme des regroupements ont détecté une performance anormale nulle ou non significative pour les firmes acheteuses, nos résultats corroborent avec certaines études dont celle de Rau et Vermaelen (1998). Ces auteurs ont examiné un échantillon comprenant 3 169 fusions et 348 acquisitions sur la période comprise entre 1980 et 1991 et ont démontré que les rendements anormaux à long terme des entreprises américaines qui procèdent à des acquisitions sont positifs et significatifs sur une période post-acquisition de 3 ans. Il est à souligner que la recherche en finance a peu prêté attention à la performance à long terme des acquéreurs dans la mesure où l'hypothèse de l'efficacité des marchés stipulait que le prix des titres intégrait de façon rapide l'ensemble de l'information disponible (André et al., 2000 : 164). La plupart des articles publiés dans ce sens sont axés principalement sur une période allant jusqu'à l'an 2000. L'utilisation d'une base de données plus récente pourrait donc expliquer en partie le rendement anormal positif des acquéreurs dans notre cas.

Le coefficient associé au risque du marché est positif et statistiquement significatif au seuil de 1 % sur les périodes de 12, 36 et 60 mois. Les valeurs des coefficients se situent entre 0,92 et 0,96 ce qui est proche de 1. Ceci dit, le β a un pouvoir explicatif important sur la variation du rendement excédentaire de l'échantillon non informé.

Pour ce qui est du facteur SMB, les coefficients respectifs sur les périodes de 12, 36 et 60 mois sont de 0,1302 (statistique $t = 2,08$), de 0,0706 (statistique $t = 2$) et de 0,0967 (statistique $t = 3,17$). Ces valeurs sont positives et statistiquement significatives ce qui prouve l'effet positif de ce facteur sur l'explication de la variation du rendement excédentaire.

Par ailleurs, le coefficient associé au facteur HML est positif et non significatif sur la période de 12 mois, sa valeur est de 0,03 (statistique $t = 0,45$). Sur les périodes de 36 et 60 mois, nous remarquons une relation négative entre le rendement excédentaire et ce facteur et n'est significatif que sur l'horizon de 60 mois. Nous constatons aussi que ce facteur affiche une relation faible avec le rendement contrairement à l'étude de Fama et French. Par ailleurs, les résultats de l'étude faite par Kothari, Shanken et Sloan (1995) appuient nos résultats. Ces auteurs démontrent une relation faible entre le rendement et le facteur de valeur. Ils précisent que le pouvoir explicatif élevé trouvé par Fama et French est sujet à un biais de sélection des données du Compustat et que le rendement moyen de l'échantillon du Compustat est supérieur au rendement obtenu avec CRSP-Compustat.

Finalement, nous trouvons que la prime de risque de marché a un pouvoir explicatif plus important que les primes associées au facteur de la taille et au facteur de valeur contrairement aux résultats de Fama et French (1993). Autrement dit, la prime de risque de marché a un rôle prépondérant par rapport aux autres facteurs. Toutefois, ces derniers expliquent une part non négligeable de la variation du rendement excédentaire ce qui justifie l'incorporation et la pertinence de ces facteurs dans le modèle.

Tableau 4.2 : Résultats du modèle à 3 facteurs de Fama & French – Échantillon des entreprises acquéreuses non informées

	12 mois	Stat - t	36 mois	Stat - t	60 mois	Stat - t
Rend. anormal	0,0073***	3,62	0,0077***	6,50	0,0073***	7,37
Rm - Rf	0,9252***	16,74	0,9619***	35,34	0,9598***	41,89
SMB	0,1302**	2,08	0,0706**	2,00	0,0967***	3,17
HML	0,0339	0,45	-0,0579	-1,54	-0,0943***	-2,90
R² ajusté	0,6060		0,8454		0,8770	

*Significatif pour un seuil de 10% ** Significatif pour un seuil de 5% *** Significatif pour un seuil de 1%
 La statistique t est le résultat de la statistique de Student selon l'hypothèse H_0 que la variable = 0.
 n (nombre d'observations) pour 12 mois = 223, n pour 36 mois = 247 et n pour 60 mois = 271.

4.3. Résultats pour l'échantillon informé

Selon les résultats du tableau 4.3, les rendements anormaux à long terme des entreprises acquéreuses informées pour les périodes de 12, 36 et 60 mois sont positifs et statistiquement significatifs au seuil de 1 %. Les coefficients α ont plus que doublé par rapport aux résultats obtenus pour l'échantillon des acquéreurs non informés. Les valeurs respectives sont de 1,67 % (statistique t = 2,4323), de 1,39 % (statistique t = 3,1231) et de 1,75 % (statistique t = 4,4874). Nous pouvons donc retenir le fait que les entreprises ayant des informations privilégiées enregistrent une performance anormale mensuelle plus élevée que la performance anormale mensuelle des entreprises non informées sur les trois périodes considérées dans l'étude. Par exemple, pour la période de 60 mois, le rendement anormal est de 1,75 % pour l'échantillon informé comparativement à 0,73 %

pour l'échantillon non informé. Ces résultats supportent l'idée que l'asymétrie d'information influence considérablement le gain en valeur enregistré par les entreprises acquéreuses. Ces résultats sont aussi cohérents avec l'étude de La Haye (2009) qui a trouvé que l'asymétrie d'information influence significativement la prime payée par les acheteurs potentiels dans une acquisition.

Nous confirmons cette différence en effectuant un test sur les ordonnées à l'origine, représentées par alpha dans notre cas. Plus précisément, nous allons comparer α_1 et α_2 pour tester l'hypothèse nulle $H_0: \alpha_1 = \alpha_2$ où α_1 représente le rendement anormal des acquéreurs informés et α_2 représente le rendement anormal des acquéreurs non informés. Nous présentons la méthode du calcul ainsi que les résultats pour les trois horizons temporels dans les annexes A, B et C. Le test de Student nous indique que le coefficient associé à la variable d (une variable muette qui est égale à 1 si les données proviennent de l'échantillon informé et est égale à 0 si les données proviennent de l'échantillon non informé) qui teste l'hypothèse nulle est non significatif sur l'horizon de 12 et 36 mois. Les valeurs respectives de ces coefficients sont de 0,0093 (statistique t = 1,47) et de 0,0062 (statistique t = 1,40) ce qui indique que le rendement anormal des entreprises acquéreuses n'est pas statistiquement différent du rendement anormal des entreprises acquéreuses non informées. Cependant, sur l'horizon de 60 mois, l'hypothèse nulle est rejetée puisque le coefficient associé à la variable d est significatif à un seuil de 1 %, sa valeur est de 0,0102 (statistique t = 2,62). Selon ces résultats, nous concluons que le rendement anormal des acquéreurs informés est statistiquement supérieur au rendement anormal des acquéreurs non informés seulement quand l'horizon temporel est de 60 mois.

Pour appuyer nos résultats, nous avons effectué un 2^{ème} test qui consiste à vérifier si la différence est significative entre α_1 et α_2 en utilisant le même nombre d'observations dans les deux échantillons. Nous allons vérifier l'hypothèse nulle $H_0 : \alpha_1 - \alpha_2 = 0$. La méthode du calcul et les résultats pour les trois horizons temporels sont présentés dans l'annexe D, E et F. Ce test nous confirme les résultats obtenus précédemment. En effet, la différence entre α_1 et α_2 n'est pas significative sur les horizons temporels de 12 et 36 mois et est significative à un seuil de 1 % sur l'horizon temporel de 60 mois. Les valeurs respectives associées à la constante sont de 0,0083 (statistique t = 1,24), de 0,0061 (statistique t = 1,42) et de 0,0103 (statistique t = 2,74).

Plusieurs raisons peuvent expliquer cette différence dans les résultats. Elle peut être due à la variabilité du nombre d'observations d'un horizon temporel à l'autre. En effet, le nombre d'observations sur l'horizon temporel de 60 mois est de 255 comparativement à 166 dans l'horizon temporel de 12 mois. Plus l'échantillon est grand, plus l'erreur sera faible. Par conséquent, quand la taille de l'échantillon augmente, la puissance statistique augmente aussi. On remarque que le degré de signification des alphas pour les horizons temporels de 12 et 36 mois est plus faible que le degré de signification pour l'horizon temporel de 60 mois, ce qui explique que les écarts-types pour ce dernier horizon sont plus faibles. On peut ajouter aussi le fait que sur l'horizon temporel de 60 mois, les entreprises acquéreuses disposent d'un temps plus long qui leur permet de mieux incorporer l'information.

Pour ce qui est de la prime de risque de marché, elle garde toujours sa significativité et sa relation forte avec le rendement excédentaire pour notre échantillon informé. Sa valeur

est positive et significative au seuil de 5 % sur la période post-acquisition de 12 mois et est positive et significative au seuil de 1 % sur les périodes de 36 et 60 mois.

À la différence des résultats trouvés pour l'échantillon non informé, le coefficient associé au facteur SMB perd sa significativité sur les périodes post-acquisition de 12 et 36 mois. Ce coefficient affiche une relation forte, positive et significative au seuil de 1 % seulement quand l'horizon temporel passe à 60 mois.

Pour ce qui est du coefficient associé au facteur HML, il prend de la valeur sur les périodes de 12 et 60 mois par rapport à l'échantillon non informé. Par exemple, sur la période de 60 mois, ce coefficient passe de -0,0943 à -0,6301 avec un seuil de signification de 1%. Nous pouvons constater que ce facteur est déterminant dans l'explication de la variation du rendement excédentaire des entreprises acquéreuses informées quand l'horizon temporel est plus long, soit de 60 mois.

Par ailleurs, on observe une relation forte et significative entre les facteurs SMB, HML et le rendement excédentaire des entreprises disposant d'informations privilégiées sur la période post-acquisition de 60 mois ce qui est similaire aux résultats de Fama et French. Ceci justifie donc le pouvoir explicatif de ces facteurs dans la variation du rendement excédentaire des entreprises. De plus, l'effet de la variable de valeur (HML) domine celui de la variable taille (SMB).

Finalement, il est à noter que le modèle à trois facteurs de Fama et French est plus performant dans le cas de l'échantillon des acquéreurs non informés comparativement à l'échantillon des acquéreurs informés. En effet, les coefficients de détermination ajustés (R^2 ajusté) pour le premier échantillon sont plus élevés que ceux du 2^{ème} échantillon pour les trois horizons temporels. Plus spécifiquement, nous constatons que plus l'horizon temporel et le nombre d'observations sont grands, plus la performance du modèle accroit.

Tableau 4.3 : Résultats du modèle à 3 facteurs de Fama & French – Échantillon des entreprises acquéreuses informées

	12 mois	Stat - t	36 mois	Stat - t	60 mois	Stat - t
Rend. anormal	0,0167**	2,4323	0,0139***	3,1231	0,0175***	4,4874
Rm - Rf	1,3323***	7,0347	1,0251***	9,8271	0,9974***	10,9890
SMB	0,0451	0,1891	-0,1599	-1,1996	0,3607***	3,0517
HML	0,9688	0,8804	0,0861	0,5946	-0,6301***	-5,0032
R² ajusté	0,2214		0,2986		0,4454	

*Significatif pour un seuil de 10% ** Significatif pour un seuil de 5% *** Significatif pour un seuil de 1%
La statistique t est le résultat de la statistique de Student selon l'hypothèse H_0 que la variable = 0.
n (nombre d'observations) pour 12 mois = 166, n pour 36 mois = 230 et n pour 60 mois = 255.

Dans ce test du modèle à trois facteurs de Fama et French (1993), l'explication du rendement excédentaire pour nos deux échantillons (les acquéreurs informés et les acquéreurs non informés) dépend positivement du facteur lié à la prime de risque de marché et celui lié à la taille sur les trois horizons temporels tandis que le facteur lié à la

valeur, il affiche une relation négative et significative seulement sur la période post-acquisition de 60 mois. Toutefois, le facteur de marché reste la variable explicative la plus significative.

Nous remarquons aussi une performance positive et significative et qui reste relativement stable sur les 3 horizons temporels pour l'échantillon non informé. Cette performance est toujours positive et significative pour l'échantillon informé. Toutefois, elle semble légèrement plus prononcée sur l'horizon de 60 mois (1,75 % comparativement à 1,39 % sur 3 ans et 1,67 % sur 1 an). Nous pouvons conclure que le rendement anormal est constitué dès les 12 premiers mois et reste maintenu jusqu'à l'horizon de 60 mois pour l'échantillon global. Cependant, la légère hausse enregistrée pour les acquéreurs informés nous laisse croire que ces derniers ont plus de chances de réussir en raison de leur détention de blocs d'actions. Ce résultat confirme notre hypothèse qui stipule que les acquéreurs informés ont en moyenne de fortes chances de réaliser un rendement supérieur au rendement des acquéreurs non informés.

5. Tests de robustesse

Le modèle à trois facteurs de Fama et French n'est pas un modèle parfait. Certains faits empiriques échappent à ce modèle. Ces auteurs avaient précisé que « *The three-factor risk-return relation is, however, just a model. It surely does not explain expected returns on all securities and portfolios* ». (Fama et French 1996, 85).

Afin de vérifier la robustesse des résultats de ce modèle, nous avons donc opté pour deux modèles, soit le modèle à 4 facteurs de Carhart (1997) ainsi que le nouveau modèle de Fama et French (2014) qui est le modèle à 5 facteurs afin d'analyser les rendements anormaux des entreprises acquéreuses.

5.1. Le modèle à 4 facteurs de Carhart (1997)

Selon le modèle de Carhart (1997), le rendement excédentaire d'un portefeuille de titres dépend des trois facteurs de risques de Fama et French (1993) et un quatrième facteur lié à l'effet Momentum qui tient compte de la tendance historique des titres. Ce modèle est une extension du modèle de Fama et French. Il serait plus apte à expliquer convenablement les rendements moyens espérés et est représenté par l'équation suivante :

$$R_{p,t} - R_{f,t} = \alpha_p + \beta_p (R_{m,t} - R_{f,t}) + s_p SMB_t + h_p HML_t + w_p WML_t + \varepsilon_{pt} \quad (5)$$

Le facteur WML_t (Winners Minus Losers) représente la différence entre les rendements des portefeuilles des titres avec un rendement historique élevé et ceux avec un rendement historique faible.

Les tableaux 5.1, 5.2 et 5.3 rapportent les résultats de ce modèle. Nous constatons une création de valeur à long terme suite aux opérations de F & A pour les deux types d'acquéreurs.

Le modèle de Carhart (1997) confirme donc la performance financière positive observé par le modèle à trois facteurs de Fama et French (1993). Les résultats de ce modèle s'approchent de ceux du modèle à trois facteurs. Il est à remarquer aussi que le modèle de Carhart (1997) a le même pouvoir explicatif puisque ses coefficients de détermination ajustés (R^2 ajusté) pour l'échantillon global, pour les acquéreur informés et pour les acquéreur non informés sont presque similaires à ceux calculés par le modèle de Fama et French (1993).

De plus, nous constatons que dans le cas des acquéreur non informés, le coefficient associé au facteur *momentum* est positif et statistiquement significatif au seuil de 10 % sur la période de 12 mois, tandis qu'il est négatif et non significatif sur les périodes de 36 et 60 mois. Cependant, ce coefficient perd sa significativité sur la période de 12 mois dans le cas des acquéreur informés et est positif et statistiquement significatif au seuil de 5 % et 1 % sur les périodes de 36 et 60 mois, ce qui signifie que la contribution du facteur WML à expliquer une portion du rendement excédentaire n'est pas présente sur toutes les périodes pour les deux types d'acquéreur. D'ailleurs, les valeurs des R^2 ajustés ne semblent pas être améliorées par l'ajout de ce facteur. Néanmoins, nous trouvons que le facteur lié à la prime de risque de marché du modèle de Carhart (1997) explique la partie la plus importante de la variation du rendement excédentaire comparativement aux 3

autres facteurs (SMB, HML et WML) ce qui est conforme aux résultats obtenus par le modèle à trois facteurs.

Nous observons aussi que les rendements anormaux des acquéreurs informés sont supérieurs à ceux des acquéreurs non informés sur les trois horizons temporels. Ces résultats sont cohérents avec ceux du modèle à 3 facteurs de Fama et French. Le modèle de Carhart (1997) nous certifie donc que le fait de détenir 5 % ou plus des actions de la cible avant l'opération de F & A influence de manière positive et significative à 1 % le rendement anormal des acquéreurs informés.

Tableau 5.1 : Résultats du modèle de Carhart – Échantillon global

	12 mois	Stat - t	36 mois	Stat - t	60 mois	Stat - t
Rend. anormal	0,0064***	3,0830	0,0080***	6,7296	0,0075***	7,6328
Rm - Rf	0,9581***	16,7091	0,9538***	33,3386	0,9550***	39,782
SMB	0,1279**	2,0517	0,0707**	2,0151	0,0938***	3,1085
HML	0,0570	0,7573	-0,0674*	-1,7692	-0,1023***	-3,1267
WML	0,0819*	1,8554	-0,0194	-0,8317	-0,0120	-0,5963
R² ajusté	0,6115		0,8477		0,8794	

*Significatif pour un seuil de 10% ** Significatif pour un seuil de 5% *** Significatif pour un seuil de 1%
La statistique t est le résultat de la statistique de Student selon l'hypothèse H_0 que la variable = 0.
n (nombre d'observations) pour 12 mois = 223, n pour 36 mois = 247 et n pour 60 mois = 271.

Tableau 5.2: Résultats du modèle de Carhart – Échantillon des entreprises acquéreuses non informées

	12 mois	Stat - t	36 mois	Stat - t	60 mois	Stat - t
Rend. anormal	0,0065***	3,1225	0,0078***	6,5804	0,0074***	7,3733
Rm - Rf	0,9540***	16,6246	0,9522***	32,9971	0,9542***	39,2696
SMB	0,1257**	2,0144	0,0710**	2,0078	0,0971***	3,1784
HML	0,0545	0,7234	-0,0655*	-1,7043	-0,0986***	-2,9774
WML	0,0777*	1,7592	-0,0236	-1,0058	-0,0143	-0,7011
R² ajusté	0,6097		0,8454		0,8768	

*Significatif pour un seuil de 10% ** Significatif pour un seuil de 5% *** Significatif pour un seuil de 1%
La statistique t est le résultat de la statistique de Student selon l'hypothèse H_0 que la variable = 0.
n (nombre d'observations) pour 12 mois = 223, n pour 36 mois = 247 et n pour 60 mois = 271.

Tableau 5.3: Résultats du modèle de Carhart – Échantillon des entreprises acquéreuses informées

	12 mois	Stat - t	36 mois	Stat - t	60 mois	Stat - t
Rend. anormal	0,0152**	2,1770	0,0120***	2,6898	0,0140***	3,7609
Rm - Rf	1,3934***	7,0561	1,1245***	10,1455	1,1656***	12,8273
SMB	0,1018	0,4171	-0,1552	-1,1776	0,3502***	3,1361
HML	0,9563***	3,8283	0,1638	1,1172	-0,4997***	-4,1211
WML	0,1735	1,0853	0,2137**	-2,4544	0,4165***	5,5904
R² ajusté	0,2223		0,3138		0,5051	

*Significatif pour un seuil de 10% ** Significatif pour un seuil de 5% *** Significatif pour un seuil de 1%
La statistique t est le résultat de la statistique de Student selon l'hypothèse H_0 que la variable = 0.
n (nombre d'observations) pour 12 mois = 166, n pour 36 mois = 230 et n pour 60 mois = 255.

5.2. Le modèle à 5 facteurs de Fama et French

En 2014, Fama et French proposent d'ajouter deux nouvelles variables à leur ancien modèle, soit le facteur de profitabilité RMW et le facteur d'investissement CMA et d'analyser leur pouvoir explicatif sur la variation des rendements boursiers des titres. Ces derniers démontrent que le modèle à 5 facteurs est plus performant que le modèle à trois facteurs. En revanche, ils ont trouvé que le facteur de valeur HML devient un facteur redondant dans la description des rendements moyens de l'échantillon examiné. Ils ont conclu donc que le modèle à 4 facteurs qui n'inclut pas le facteur de valeur performe plus ou moins de la même façon que le modèle à 5 facteurs, mais seulement dans les cas où on s'intéresse qu'aux rendements anormaux.

L'équation du modèle à 5 facteurs de Fama et French est représentée comme suit :

$$R_{p,t} - R_{f,t} = \alpha_p + \beta_p(R_{m,t} - R_{f,t}) + s_pSMB_t + h_pHML_t + r_pRMW_t + c_pCMA_t + \varepsilon_{pt} \quad (6)$$

Le facteur RMW correspond donc à la différence entre la rentabilité mensuelle moyenne des portefeuilles contenant des actions à haute profitabilité et celles à faible profitabilité. Tandis que le facteur CMA représente la différence entre la rentabilité mensuelle moyenne des portefeuilles d'entreprises possédant des titres à haut niveau et à faible niveau d'investissement.

Selon les tableaux 5.4 et 5.5 qui décrivent les résultats pour l'échantillon global et pour les acquéreurs non informés, nous constatons une persistance positive de la performance

financière sur les 3 périodes étudiées. Plus particulièrement, nous observons un rendement anormal positif et significatif qui se situe entre 0,62 % et 0,69 % ce qui appuie les résultats obtenus par le modèle à trois facteurs de Fama et French. En outre, la prime de risque de marché, le facteur SMB et le facteur RMW sont tous positifs et significatifs dans l'explication des rendements excédentaires tandis que les facteurs HML et CMA affichent une relation négative et non significative pour les horizons temporels de 12 et 36 mois. À l'instar des résultats calculés par le modèle à trois facteurs, la prime de risque de marché garde son pouvoir explicatif, elle représente toujours la variable la plus significative. L'utilisation du modèle à 5 facteurs de Fama et French nous a permis d'expliquer davantage une partie du rendement par le facteur RMW. Ces résultats renforcent la légitimité d'utiliser ce modèle pour prévoir les rendements excédentaires. D'ailleurs, les valeurs de R^2 ajustés sont un peu plus élevées que ceux du modèle à trois facteurs.

Tableau 5.4: Résultats du modèle à 5 facteurs de Fama et French– Échantillon global

	12 mois	Stat - t	36 mois	Stat - t	60 mois	Stat - t
Rend. anormal	0,0062***	2,9544	0,0068***	5,7977	0,0069***	6,9466
Rm - Rf	0,9597***	16,2928	0,9848***	33,6943	0,9681***	38,6983
SMB	0,2209***	3,1022	0,1668***	4,2699	0,1580***	4,6322
HML	-0,0447	-0,4222	-0,0843	-1,6353	-0,0829*	-1,8381
RMW	0,2457**	2,4586	0,2468***	4,4335	0,1548***	3,1898
CMA	0,0386	0,2821	-0,0710	-0,9458	-0,1079*	-1,6496
R² ajusté	0,6149		0,8609		0,8862	

*Significatif pour un seuil de 10% ** Significatif pour un seuil de 5% *** Significatif pour un seuil de 1%
La statistique t est le résultat de la statistique de Student selon l'hypothèse H_0 que la variable = 0.
n (nombre d'observations) pour 12 mois = 223, n pour 36 mois = 247 et n pour 60 mois = 271.

Tableau 5.5: Résultats du modèle à 5 facteurs de Fama et French– Échantillon des entreprises acquéreuses non informées

	12 mois	Stat - t	36 mois	Stat - t	60 mois	Stat - t
Rend. anormal	0,0062***	2,9780	0,0066***	5,6208	0,0067***	6,6850
Rm - Rf	0,9564***	16,2431	0,9848***	33,4267	0,9676***	38,2077
SMB	0,2198***	3,0874	0,1690***	4,2903	0,1617***	4,6809
HML	-0,0424	-0,4007	-0,0798	-1,5343	-0,0770*	-1,6792
RMW	0,2475**	2,4776	0,2510***	4,4725	0,1552***	3,1594
CMA	0,0297	0,2171	-0,0762	-1,0067	-0,1123*	-1,6967
R² ajusté	0,6140		0,8590		0,8836	

*Significatif pour un seuil de 10% ** Significatif pour un seuil de 5% *** Significatif pour un seuil de 1%
La statistique t est le résultat de la statistique de Student selon l'hypothèse H_0 que la variable = 0.
n (nombre d'observations) pour 12 mois = 223, n pour 36 mois = 247 et n pour 60 mois = 271.

En analysant les résultats de l'échantillon des acquéreurs informés (tableau 5.6), les mêmes constats peuvent être tirés. Nous observons des rendements anormaux positifs et statistiquement significatifs sur les trois horizons temporels ce qui est conforme à nos attentes. Cependant, l'ajout des facteurs RMW et CMA semble être pertinent sur la période de 12 et 36 mois, mais ne l'est pas sur la période de 60 mois (coefficients non significatifs). Ce modèle appuie les résultats obtenus par le modèle à trois facteurs et dispose d'un pouvoir explicatif supérieur comme l'indique son coefficient de détermination qui a atteint 24,42 % durant les 12 premiers mois pour atteindre 31,81 % et 44,1 % respectivement durant les 36 et 60 mois suivant l'opération.

Tableau 5.6: Résultats du modèle à 5 facteurs de Fama et French– Échantillon des entreprises acquéreuses informées

	12 mois	Stat - t	36 mois	Stat - t	60 mois	Stat - t
Rend. anormal	0,0113	1,5787	0,0109**	2,3957	0,0175***	4,2840
Rm - Rf	1,4977***	7,4459	1,1162***	9,3775	0,9955***	9,6510
SMB	0,2101	0,8322	0,0712	0,4631	0,3574***	2,5870
HML	0,3156	0,8920	-0,0795	-0,3887	-0,0626***	-3,4255
RMW	0,5315*	1,6481	0,6190***	2,8157	-0,0095	-0,0486
CMA	1,0565**	2,4174	0,0466**	2,1591	-0,0044	-0,0165
R² ajusté	0,2442		0,3181		0,4410	

*Significatif pour un seuil de 10% ** Significatif pour un seuil de 5% *** Significatif pour un seuil de 1%
La statistique t est le résultat de la statistique de Student selon l'hypothèse H_0 que la variable = 0.
n (nombre d'observations) pour 12 mois = 166, n pour 36 mois = 230 et n pour 60 mois = 255.

Dans l'ensemble, en utilisant les deux tests de robustesse, nous confirmons une performance financière positive qui semble maintenue sur les trois horizons temporels. De plus, nous validons le fait que l'asymétrie d'information influence considérablement les rendements anormaux des firmes acquéreuses comparativement aux rendements anormaux des firmes non acquéreuses.

6. Conclusion

La présente étude fournit une explication de la performance financière positive à long terme des entreprises acquéreuses suite à l'opération de F & A. Nous avons constaté des rendements anormaux positifs et statistiquement significatifs pour nos deux échantillons ; les acquéreurs informés et les acquéreurs non informés. Le rendement anormal est plus élevé sur un horizon temporel de 36 mois comparativement au rendement anormal sur l'horizon temporel de 12 et 60 mois, mais sa valeur reste proche de 0. Le facteur SMB est un facteur significatif, ce qui est conforme à nos attentes. En revanche, le facteur HML n'est significatif que sur l'horizon temporel de 60 mois. De plus, le facteur de marché conserve son importance dans l'explication du rendement excédentaire mensuel des entreprises acquéreuses. Tous les coefficients associés au risque du marché sont proches de 1 pour nos deux échantillons.

Fama et French (1992,1993) ont mis en évidence l'efficacité empirique des facteurs SMB et HML dans l'explication de la rentabilité moyenne des actifs. À l'instar de ces résultats, notre étude démontre que le facteur de la taille détermine de façon significative le rendement excédentaire des entreprises tandis que le facteur de valeur n'est déterminant que sur la période post-acquisition de 60 mois. Toutefois, le facteur de marché est le facteur le plus important compte tenu de son ampleur et de son degré de significativité (valeur t de Student la plus élevée).

Notre analyse empirique nous permet donc de tirer des conclusions pertinentes et de répondre à nos deux questions posées précédemment. D'une part, nous concluons que

l'asymétrie d'information influence d'une façon significative les rendements anormaux à long terme des acheteurs potentiels. En effet, les acquéreurs informés, c'est-à-dire les entreprises qui possédaient 5 % ou plus des actions de la cible avant l'annonce de l'offre, enregistrent une performance financière plus élevée que celle enregistrée par les acquéreurs qui ne possèdent pas d'informations privilégiées quant à la cible. Ceci dit, les acquéreurs informés disposent d'informations privées sur l'entité à absorber ce qui leur permet d'anticiper les gains futurs associés à l'opération. D'autre part, nous constatons que les deux types de firmes acquéreuses enregistrent un rendement légèrement positif, significatif et stable sur les périodes de 12, 36 et 60 mois suite à l'opération de F & A. Les gains de valeur sont donc maintenus pendant la période post-acquisition pour l'ensemble de l'échantillon ce qui remet en question l'hypothèse de l'efficience des marchés étant donné que le marché n'inclut pas tous les gains futurs liés à l'opération de F & A au moment de l'acquisition. Finalement, nous avons testé la robustesse de nos résultats en employant le modèle de Carhart (1997) et le modèle à 5 facteurs de Fama et French. Les résultats obtenus confirment la présence d'une performance financière positive sur la phase post-acquisition et l'influence positive de l'asymétrie d'information sur les RAC des firmes acquéreuses.

Notre étude contribue également à enrichir la littérature concernant la performance financière des entreprises sur la phase post-acquisition à long terme. La principale contribution de ce mémoire provient du fait que nous mettons l'accent sur un déterminant non étudié auparavant, soit l'effet de l'asymétrie d'information sur les rendements anormaux à long terme des acheteurs potentiels. De plus, nous utilisons un échantillon

dont les données proviennent de plusieurs sources et qui capte principalement le pic de 1999 ainsi que l'année 2005 qui était caractérisée par des opérations de fusions et acquisitions de grande envergure ce qui nous laisse croire qu'il est représentatif du marché de prises de contrôle durant la période étudiée.

Bien que notre recherche ait permis d'enrichir la littérature traitant de la performance financière à long terme des acquéreurs et de répondre à certaines questions en examinant l'impact de l'asymétrie d'information lors des opérations de fusions et acquisitions, l'évaluation de la performance financière à long terme donne des résultats mitigés d'une étude à l'autre. Il est cependant difficile d'avoir un avis tranché quant à la performance des firmes acheteuses au regard de toutes les études qui ont été faites.

Finalement, notre étude ouvre la voie à deux avenues de recherche importantes. D'une part, il serait opportun d'analyser la performance opérationnelle des acquéreurs informés. En combinant cette analyse à l'étude de la performance financière, on aura une meilleure compréhension de l'incidence de l'asymétrie d'information sur la richesse des actionnaires. D'autre part, nous croyons que la question du rapport entre les rendements anormaux cumulés à long terme et la prime payée à la cible en présence d'asymétrie d'information devrait être approfondie davantage, notamment en vérifiant s'il existe réellement une relation complémentaire entre les rendements anormaux à long terme élevés et les primes faibles. De plus, pourquoi les primes au moment de l'acquisition ne captent-elles pas toutes les informations sur les rendements futurs ?

Annexe A : Test d'égalité de α_1 (rendement anormal des acquéreurs informés) et α_2 (rendement anormal des acquéreurs non informés) pour l'horizon temporel de 12 mois

Nous allons comparer α_1 et α_2 en testant l'hypothèse nulle $H_0: \alpha_1 = \alpha_2$ où α_1 représente le rendement anormal des entreprises acquéreuses informées et α_2 représente le rendement anormal des entreprises acquéreuses non informées. Pour faire cette analyse, nous allons créer d'abord une variable muette nommée d qui est égale 1 lorsque les données proviennent de l'échantillon informé et est égale à 0 lorsque les données proviennent de l'échantillon non informé. Ensuite, nous allons créer trois autres variables w , w' et w'' où $w = d * (R_m - R_f)$, $w' = d * \text{SMB}$ et $w'' = d * \text{HML}$. Nous obtenons 7 variables explicatives dans notre régression. Le coefficient associé à la variable d représente la différence entre l'intercept de l'échantillon informée et l'intercept de l'échantillon non informé. Les résultats du test pour les horizons temporels de 12, 36 et 60 mois sont reportés respectivement dans les tableaux ci-dessous.

Résultats du test de comparaison de α_1 et α_2 pour l'horizon temporel de 12 mois

<i>Statistiques de la régression</i>					
Coefficient de détermination multiple	0,5807				
Coefficient de détermination R ²	0,3373				
Coefficient de détermination R ²	0,3251				
Erreur-type	0,0596				
Observations	389				
ANALYSE DE VARIANCE					
	<i>Degré de liberté</i>	<i>Somme des carrés</i>	<i>Moyenne des carrés</i>	<i>F</i>	<i>Valeur critique de F</i>
Régression	7	0,6876	0,0982	27,6975	9,67262E-31
Résidus	381	1,3511	0,0035		
Total	388	2,0387			

	<i>Coefficients</i>	<i>Statistique t</i>
Constante	0,0073	1,8017
d	0,0093	1,4747
Rm -Rf	0,9252	8,3361
w	0,4071	2,3466
SMB	0,1302	1,03475
w'	-0,0851	-0,4054
HML	0,0339	0,2256
w''	0,9350	4,0446

Annexe B : Test d'égalité de α_1 (rendement anormal des acquéreurs informés) et α_2 (rendement anormal des acquéreurs non informés) pour l'horizon temporel de 36 mois

<i>Statistiques de la régression</i>					
Coefficient de détermination multiple					0,6738
Coefficient de détermination R ²					0,4540
Coefficient de détermination R ²					0,4458
Erreur-type					0,0480
Observations					477
ANALYSE DE VARIANCE					
	<i>Degré de liberté</i>	<i>Somme des carrés</i>	<i>Moyenne des carrés</i>	<i>F</i>	<i>Valeur critique de F</i>
Régression	7	0,8999	0,1286	55,7024	8,67844E-58
Résidus	469	1,0824	0,0023		
Total	476	1,9824			

	<i>Coefficients</i>	<i>Statistique t</i>
Constante	0,0076	2,4752
d	0,0062	1,3957
Rm -Rf	0,9619	13,4491
w	0,06321	0,6086
SMB	0,0706	0,75981
w'	-0,23049	-1,7232
HML	-0,0579	-0,5852
w''	0,1440	1,0005

Annexe C : Test d'égalité de α_1 (rendement anormal des acquéreurs informés) et α_2 (rendement anormal des acquéreurs non informés) pour l'horizon temporel de 60 mois

Statistiques de la régression					
Coefficient de détermination multiple					0,7478
Coefficient de détermination R ²					0,5592
Coefficient de détermination R ²					0,5532
Erreur-type					0,0443
Observations					526
ANALYSE DE VARIANCE					
	<i>Degré de liberté</i>	<i>Somme des carrés</i>	<i>Moyenne des carrés</i>	<i>F</i>	<i>Valeur critique de F</i>
Régression	7	1,2899	0,1843	93,8585	5,77848E-88
Résidus	518	1,0170	0,0020		
Total	525	2,3068			

	<i>Coefficients</i>	<i>Statistique t</i>
Constante	0,0073	2,6677
d	0,0102	2,6167
Rm -Rf	0,9598	15,1726
w	0,0376	0,4130
SMB	0,0966	1,1472
w'	0,2640	2,2032
HML	-0,0943	-1,0507
w''	-0,5358	-4,1962

Annexe D : Test de significativité de la différence entre α_1 et α_2 pour l'horizon temporel de 12 mois

Nous allons tester la significativité de la différence entre α_1 (rendement anormal des acquéreurs informés) et α_2 (rendement anormal des acquéreurs non informés) d'où l'hypothèse nulle $H_0: \alpha_1 - \alpha_2 = 0$ qui stipule qu'il n'y a pas de différence significative entre les rendements anormaux des deux groupes. Étant donné qu'on utilise le même nombre d'observations dans les deux échantillons qu'on compare, nos variables x_i ne changent pas. L'équation de la droite de régression est représentée comme suit :

$$y_1 - y_2 = \alpha + \beta (R_m - R_f) + s SMB + h HML$$

Où y_1 représente le rendement excédentaire du portefeuille informé et y_2 représente le rendement excédentaire du portefeuille non informé.

Les résultats du test pour les horizons temporels de 12, 36 et 60 mois sont reportés respectivement dans les tableaux ci-dessous.

Statistiques de la régression

Coefficient de détermination multiple	0,3029
Coefficient de détermination R ²	0,0918
Coefficient de détermination R ²	0,0749
Erreur-type	0,0825
Observations	166

ANALYSE DE VARIANCE

	<i>Degré de liberté</i>	<i>Somme des carrés</i>	<i>Moyenne des carrés</i>	<i>F</i>	<i>Valeur critique de F</i>
Régression	3	0,1114	0,0371	5,4551	0,00134512
Résidus	162	1,1028	0,0068		
Total	165	1,2143			

	<i>Coefficients</i>	<i>Statistique t</i>	<i>Probabilité</i>
Constante	0,0083	1,2397	0,2169
Variable X 1	0,4273	2,3124	0,0220
Variable X 2	-0,0963	-0,4138	0,6796
Variable X 3	0,9253	3,7985	0,0002

Annexe E : Test de significativité de la différence entre α_1 et α_2 pour l'horizon temporel de 36 mois

Statistiques de la régression					
Coefficient de détermination multiple					0,1711
Coefficient de détermination R ²					0,0293
Coefficient de détermination R ²					0,0164
Erreur-type					0,0639
Observations					230
ANALYSE DE VARIANCE					
	<i>Degré de liberté</i>	<i>Somme des carrés</i>	<i>Moyenne des carrés</i>	<i>F</i>	<i>Valeur critique de F</i>
Régression	3	0,0278	0,0093	2,2724	0,0810
Résidus	226	0,9223	0,0041		
Total	229	0,9501			

	<i>Coefficients</i>	<i>Statistique t</i>	<i>Probabilité</i>
Constante	0,0061	1,4244	0,1557
Variable X 1	0,0576	0,5756	0,5655
Variable X 2	-0,2356	-1,8418	0,0668
Variable X 3	0,1422	1,0237	0,3070

Annexe F : Test de significativité de la différence entre α_1 et α_2 pour l'horizon temporel de 60 mois

Statistiques de la régression					
Coefficient de détermination multiple					0,3630
Coefficient de détermination R ²					0,1318
Coefficient de détermination R ²					0,1214
Erreur-type					0,0594
Observations					255
ANALYSE DE VARIANCE					
	<i>Degré de liberté</i>	<i>Somme des carrés</i>	<i>Moyenne des carrés</i>	<i>F</i>	<i>Valeur critique de F</i>
Régression	3	0,1346	0,0449	12,7011	9,35053E-08
Résidus	251	0,8870	0,0035		
Total	254	1,0216			

	<i>Coefficients</i>	<i>Statistique t</i>	<i>Probabilité</i>
Constante	0,0103	2,7419	0,0065
Variable X 1	0,0286	0,3259	0,7448
Variable X 2	0,2602	2,2767	0,0236
Variable X 3	-0,5453	-4,4769	1,15001E-05

1. Bibliographie

Agrawal, A., J. Jaffe, et G. Mandelker, (1992). « The Post-merger Performance of Acquiring Firms: Re-examination of an Anomaly », *Journal of Finance* 47, p. 1605-1621.

Amihud, Y et H. Mendenlson, (1986). « Asset Pricing and the Bid-Ask Spread », *Journal of Financial Economics*, Vol. 17, n°2, p.223-249.

Barber, B.M et J.D., Lyon, (1997). « Detecting Long-Run Abnormal Stock Returns: The Empirical Power and Specification of Test Statistics », *Journal of Financial Economics*, 43 (3), p. 341-372.

Baumol, W.J., (1959). « Business Behavior, Value and Growth », *The Economic Journal*, Vol.72, p. 708-711.

Bradley, M., A. Desai, et E. Kim, (1988). « Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firm », *Journal of Financial Economics*, Vol. 2, p. 3-40.

Brown, D. et M. Ryngaert, (1991). « The mode of Acquisition in Takeovers: Taxes and Asymmetric Information », *Journal of Finance*, Vol. 46, p. 653-669.

Carhart, M., (1997). « On Persistence in Mutual Fund Performance », *Journal of Finance*, Vol. 52, p. 57-82.

Clark K. et E. Ofek, (1994). « Mergers as means of restructuring distressed firms: an empirical investigation », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 29, p. 541-565.

Dionne, G., P. St-Amour et D. Vencatachellum, (2008). « Asymmetric Information and Adverse Selection in Mauritian Slave Auctions », *Review of Economic Studies*, Vol. 76, p. 1269-1295.

Eckbo, B.E., (1986). « Mergers and the Market for Corporate control: The Canadian Evidence », *Canadian Journal of Economics*, 19(2), p. 236-260.

Fama, E.F. et K.R. French, (1992). « The Cross-Section of Expected Stock Returns », *Journal of Finance*, 47 (2), p. 427-465.

Fama, E.F. et K.R. French, (1993). « Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds », *Journal of Financial Economics*, 33, p. 3-56.

Fama, E.F., (1998). « Market Efficiency, Long-Term Returns and Behavioral Finance », *Journal of Financial Economics*, 49 (September), p. 283-306.

Fama, E.F. et K.R. French, (2014). «A Five-Factor Asset Pricing Model », Fama-Miller Working Paper.

Franks, J., R. Harris, et S. Titman, , (1991). « The Post-Merger Shareprice Performance of Acquiring Firms », *Journal of Financial Economics*, 29, p. 81-96.

Francoeur C., (2003). « L'impact des Fusions et Acquisitions Transfrontalières sur la Richesse des Actionnaires au Canada », thèse de doctorat, Montréal, université du Québec à Montréal, 202 p.

Fuller, K., J. Netter et M. Stegemoller, (2002). « What Do Returns To Acquiring Firms Tell Us? Evidence From Firms That Makes Many Acquisitions », *Journal of Finance*, Vol. 57, n° 4, p. 1763-1793.

Geismar, R., L. Hartmann, et F. Leroy, (2003). « Fusions-Acquisitions: Les Défis de l'Intégration », *Mercer Management Consulting*, 96 p.

Jarell, G.A. et A.B. Poulsen, (1989). « The Returns to Acquiring Firms in Tender Offers: Evidence from three decades », *Financial Management*, Vol. 18(3), p.12-19.

Johnson, G., K. Scholes, , R. Whittington, , F. Frery, , (2011) livre: «*Stratégique*», 9ème édition, 708 p.

Ghosh A., (2001). « Does Operating Performance Really Improve Following Corporate Acquisitions », *Journal of Corporate Finance*, Vol. 7 (2), p. 151-178.

Gregory, A., (1997). « An Examination of the Long Run Performance of UK Acquiring Firms », *Journal of Business Finance and Accounting*, 24, p. 971-1002.

Hansen, R.G., (1987). « A Theory for the Choice of Exchange Medium in the Market for Corporate Control », *Journal of Business*, Vol. 60, n° 1, p. 75-95.

Hege, U., S. Lovo, M. Slovin et M. Sushka, (2009). « Equity or Cash? The Signal Sent by the Way you Pay », *Harvard Business Review*, Vol. 22, n° 2, p. 681-714.

Jensen, M.C., (1986). « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers », *American Economic Review*, 76, May. P. 323-329.

Jensen, M.C. et R.S. Ruback, (1983). « The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence », *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), p. 5-50.

Kruse T.A., H.Y Park., K.Park et K. Suzuki, (2007). « Long-Term Performance Following Mergers of Japanese Companies: The Effect of Diversification and Affiliation », *Pacific-Basin Finance Journal*, 15, p. 154-172.

Kothari, S.P., Shanken, J. et Sloan, R.G., (1995). « Another Look at the Cross-Section of Expected Stocks Returns », *Journal of Finance*, Vol.50, n°1, p.185-221.

La Haye, M., (2009). « L'asymétrie d'information comme déterminant de la prime payée lors d'une acquisition: une étude empirique ». (Mémoire de maîtrise, HEC Montréal, Montréal, QC).

Lewellen, W., (1971). « A Pure Financial Rationale for The Conglomerate Merger », *Journal of Finance*, 26, p. 521-537.

Loderer, C. et K. Martin, (1992). « Post-Acquisition Performance of Acquiring Firms », *Financial Management* 21, p. 69-79.

Loughran, T. et A.M. Vijh, (1997). « Do Long-Term Shareholders Benefit from Corporate Acquisitions? » *Journal of Finance*, 52, p. 1765-1790.

Martin, K., et J. McConnell, (1991). « Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover ». *Journal of Finance*, 46, p. 671-687.

Meier O. et G. Schier, (2003). « Fusions-Acquisitions: Stratégie, Finance, Management ». Dunod, Paris, p. 178-182.

Mitchell, M.L. et E. Stafford, (2000). « Managerial Decisions and Long-Term Stock Price Performance », *Journal of Business*, 73, p.287-320.

Modigliani F. et M. Merton, (1958). « The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment », *The American Economic Review*, Vol. 58, n°3, p. 261-297.

The determinants and effects of Mergers: An International Comparison ». Dennis, C. Mueller. Cambridge, Mass., : Oelgeschlager, Gunn et Hain, 1980. 353 p.

Myers S. et N. Majluf, (1984). « Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information That Investors Do Not Have », *Journal of Financial Economics*, Vol. 32, p. 187-221.

Officer, M.S., A.B. Poulsen et M. Stegemoller, (2009). « Target Firm Information Asymmetry and Acquirer Returns », *Review of Finance*, Vol.13, p. 467-493.

Rau, P.R. et T. Vermaelen, (1998). « Glamour, Value and the Post-Acquisition Performance of Acquiring Firms », *Journal of Financial Economics*, 49, p. 223-253.

Ritter, J., (1991). « The Long-Run Performance of Initial Public Offerings », *Journal of Finance*, 46, p. 3-27.

Roll, R., (1986). « The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers », *Journal of Business*, Vol. 59, n°2, p.197-216.

Shleifer, A. et R. Vishny, (1989). « Management Entrenchment: The Case of Manager Specific Investment ». *Journal of Financial Economics*, 25, p. 123-140.

Sudarsanam, S., (2003). « Creating Value from Mergers and Acquisitions ». *Financial Times Prentice Hall*.

Switzer J.A., (1996). « Evidence on Real Gains Corporate Acquisitions ». *Journal of Economics Business*. Vol. 48, n°5, p. 443-460.

Varaiya, NP. (1988). « ‘The Winner’s Curse’ Hypothesis and Corporate Takeovers », *Managerial and Decision Economics*, Vol. 9(3), p. 209-219.

Westen, J.F., J.A. Siu et B.A. Johnson, (2001). « Takeovers, Restructuring and Corporate Governance », Prentice Hall, 689 p.