

HEC MONTRÉAL

Les fusions-acquisitions transfrontalières : étude des 6^e et 7^e vagues

par

Djéya Moutoucomorapoulé

**Sciences de la gestion
(Option Finance)**

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

Décembre 2016
© Djéya Moutoucomorapoulé, 2016

SOMMAIRE

Notre recherche s'inscrit dans la littérature qui tente d'étudier un phénomène prenant de plus en plus d'importance dans l'économie mondiale, celui des fusions et acquisitions. Plus précisément, ce mémoire a pour objectif principal de tester empiriquement l'influence de plusieurs déterminants sur les rendements anormaux des acquéreurs lors de l'annonce de prises de contrôle transfrontalières, en mettant l'accent sur les 6^e et 7^e vagues de fusions et acquisitions, avec la dernière étant une période encore peu étudiée. De plus, notre échantillon comprend les opérations faites mondialement et ne se concentre pas sur un seul pays acquéreur comme dans la plupart des études.

Nous validons que dans une perspective de court terme, les fusions acquisitions transfrontalières semblent effectivement bénéficier aux actionnaires des acquéreurs contrairement aux transactions domestiques. C'est en effet ce que nous obtenons sur une fenêtre de (-1,+1) jour puisque nous aboutissons à des rendements anormaux cumulés de 0.74% significatifs à 1%.

Nous analysons la pertinence des déterminants des rendements anormaux des acquéreurs à l'aide d'un échantillon de 963 acquisitions transfrontalières survenues mondialement entre 2003 et 2015. Nous séparons cette période en deux. La première correspond à la 6^e vague de fusions et acquisitions soit aux opérations survenues entre le 1^{er} janvier 2003 et le 31 octobre 2009; la deuxième partie, elle, est la 7^e vague de regroupements survenus entre le 1^{er} novembre 2009 et le 31 décembre 2015. Les facteurs liés aux caractéristiques de la cible, à celles de l'acquéreur et aux attributs de la transaction sont étudiés.

Nous validons plusieurs de nos hypothèses en ce qui concerne les déterminants de la réaction du marché. Les ratios *book-to-market* des acquéreurs et des cibles ainsi que le levier financier des acquéreurs ont un impact significatif sur la performance anormale post-regroupement des acquéreurs dans notre échantillon global de 963 transactions qui regroupe les 6^e et 7^e vagues de fusions et acquisitions.

Notre étude approfondissant la littérature sur les déterminants des rendements anormaux des acquéreurs, elle permet aux acteurs impliqués dans le processus d'être mieux outillés afin de créer de la valeur pour leurs actionnaires.

TABLE DES MATIÈRES

SOMMAIRE	ii
TABLE DES MATIÈRES	iv
LISTE DES TABLEAUX ET FIGURES	vi
REMERCIEMENTS	vii
1. INTRODUCTION	8
2. REVUE DE LA LITTÉRATURE	12
2.1. Les fusions et acquisitions classiques	12
2.1.1. La performance post-acquisition	12
2.1.2. Les déterminants de la performance	13
2.2. Les fusions et acquisitions transfrontalières	22
2.2.1. La performance post-opération	22
2.2.2. Les déterminants de la performance	24
3. ÉVIDENCES EMPIRIQUES	28
3.1. Les rendements anormaux	28
3.2. Les variables explicatives	28
4. MÉTHODOLOGIE	37
4.1. Les études événementielles	37
4.2. Modèles économétriques	38
4.3. Échantillon	46
4.3.1. Méthode de construction de l'échantillon	46
4.3.2. Description de l'échantillon	47

4.4. Description statistique de la variable dépendante	49
4.5. Description statistique des variables explicatives	51
5. RÉSULTATS	54
5.1. Résultats des rendements anormaux cumulés des acquéreurs	54
5.2. Régression des moindres carrés ordinaires	57
6. TESTS DE ROBUSTESSE	62
6.1. Régression des moindres carrés ordinaires sur les $CAR_{(-5,+5)}$ dans notre échantillon global	62
6.2. Régression des moindres carr/s ordinaires sur les $CAR_{(-1,+1)}$ dans nos sous-échantillons des sixième et septième vagues de fusions et acquisitions	63
7. CONCLUSION	67
BIBLIOGRAPHIE	70

LISTE DES TABLEAUX ET DES FIGURES

TABLEAU 1 : Description des variables explicatives	35
FIGURE 1 : Diagramme temporel	39
TABLEAU 2 : Matrice des coefficients de corrélation des variables Explicatives	44
TABLEAU 3 : <i>Variance Inflation Factor</i>	44
FIGURE 2 : Histogramme de la répartition des prises de contrôle par pays acquéreur	47
FIGURE 3 : Histogramme de la répartition des prises de contrôle par pays cible	48
FIGURE 4 : Nombre de prises de contrôle par année	49
FIGURE 5 : Rendements anormaux cumulés des acquéreurs par année	50
TABLEAU 4 : Description statistique des variables explicatives	53
TABLEAU 5 : Rendements anormaux cumulés des acquéreurs	56
TABLEAU 6 : Résultats- Déterminants des rendements anormaux cumulés des acquéreurs pour notre échantillon global	60
TABLEAU 7 : Résultats- Déterminants des rendements anormaux cumulés des acquéreurs pour notre échantillon global et notre modèle tronqué des valeurs extrêmes des variables explicatives	60
TABLEAU 8 : Déterminants des rendements anormaux cumulés des acquéreurs sur la fenêtre (-5,+5) jours	65
TABLEAU 9 : Déterminants des rendements anormaux cumulés des acquéreurs – 6 ^e et 7 ^e vagues	66

REMERCIEMENTS

Je tiens tout d'abord à remercier ma directrice de mémoire, Madame Pascale Valéry, pour ses conseils et sa disponibilité. Son aide précieuse a rendu cet exercice possible et a sans contredit enrichi la qualité de ce travail.

Je souhaite également remercier M. Mohamed Jabir pour son temps et son assistance lors de la construction de ma base de données.

Merci à Monsieur Gunnar Grass, Monsieur Iwan Meier et Monsieur Philippe d'Astou qui ont accepté d'examiner ce travail.

Je veux aussi remercier les membres de ma famille et mes amis pour leurs encouragements et leur soutien tout au long de la rédaction de ce mémoire. J'ai également une reconnaissance particulière envers Brahim Baïbou pour son support moral et sa présence.

1. INTRODUCTION

Depuis les trois dernières décennies, les opérations de fusions-acquisitions ont connu un essor spectaculaire. Le phénomène varie toutefois selon les années et s'articule en vagues qui suivent les cycles économiques. Ces opérations de regroupement ont été observées dès la fin du dix-neuvième siècle et nous connaissons actuellement la 7^e vague de fusions-acquisitions qui a débuté fin 2009, début 2010.

Jusqu'à il n'y a pas longtemps, l'année 2007 semblait avoir atteint le sommet le plus élevé. Cependant, plusieurs cabinets spécialisés en fusions-acquisitions (le Cabinet Clifford Chance, le Cabinet Baker & McKenzie et le Cabinet Price Waterhouse Cooper) s'accordent à dire que l'année 2015 est très prometteuse. 2014 était déjà une année avec des niveaux élevés jamais atteints depuis la crise financière de 2007-2008. Une stagnation de la croissance sur les marchés domestiques avait entraîné la hausse des opérations transfrontalières (27% des fusions acquisitions totales). Cette tendance semble se poursuivre pour l'année 2015. En effet, à la fin du troisième trimestre de 2015, les fusions-acquisitions transfrontalières représentaient quasiment un tiers du montant total des opérations effectuées dans le monde selon le cabinet Baker & McKenzie et totalisaient plus de 375 milliards de dollars (Finyear, 2015). Cette nouvelle tendance montre la volonté des entreprises à se développer à l'international afin de conquérir de nouveaux marchés, de maintenir un avantage compétitif dans un contexte hautement concurrentiel et mondialisé.

Les entreprises ont recours aux fusions-acquisitions comme stratégie de croissance externe dans le but de réaliser des économies d'échelle ou fiscales, des synergies ou encore de conquérir de nouveaux marchés. Ces opérations sont donc censées in fine accroître la valeur boursière des entreprises impliquées dans le processus mais ce n'est pas toujours le cas. En effet, plusieurs auteurs tels que Schwert (1996), Moeller, Schlingemann et Stulz (2004), Betton, Eckbo et Thorburn (2008a) et Roll (1986) ont montré qu'en moyenne, dans le cadre de fusions-acquisitions classiques, bien qu'il y ait des rendements anormaux positifs pour les actionnaires de la cible, ça n'est pas le cas pour ceux des firmes acquéreuses. Cependant, si nous nous positionnons dans un contexte de regroupements transfrontaliers qui semble être l'environnement actuel des

fusions-acquisitions, les chercheurs ont trouvé qu'il y avait à la fois création de valeur pour les actionnaires de la cible et de l'acquéreur (Doukas et Travlos, 1988; Kang, 1993; Markides et Ittner, 1994; Markides et Oyon, 1998). La question explorée dans ce mémoire s'inscrit dans une littérature qui tente de déterminer les facteurs influençant les rendements anormaux des acquéreurs suite à l'annonce d'une fusion-acquisition transfrontalière. Nous nous proposons de répondre plus exactement aux questions suivantes: Les fusions-acquisitions transfrontalières sont-elles créatrices ou destructrices de valeur pour les acquéreurs? Quels sont les facteurs qui permettent d'expliquer les rendements anormaux des acquéreurs après l'annonce d'une telle prise de contrôle? Arrivons-nous aux mêmes conclusions lorsque nous nous concentrons sur des acquéreurs américains comme la plupart de la littérature existante?

Nous nous concentrons sur les rendements anormaux de l'acquéreur étant donné que la principale différence dans l'étude sur les opérations classiques et les opérations transfrontalières se situe à ce niveau. Cette question est pertinente étant données les nouvelles dynamiques de la dernière vague mais également en raison de l'ampleur du phénomène de fusions-acquisitions (à la fin du troisième trimestre de 2015, les fusions-acquisitions transfrontalières représentaient un tiers de ces opérations au niveau mondial).

La littérature récente a tenté d'identifier les différents déterminants ayant un impact sur les rendements anormaux de l'acquéreur lors d'un regroupement grâce à des arguments s'articulant principalement autour des caractéristiques de la cible, de celles de l'acquéreur et des attributs de la transaction. Il ressort que, dans notre échantillon global de 963 fusions-acquisitions transfrontalières, la performance anormale des acquéreurs est influencée significativement par les ratios *book-to-market* des acquéreurs et des cibles et le levier financier de l'acquéreur lorsque nous prenons notre modèle global (5). Néanmoins, d'autres de nos variables telles que l'appartenance ou non du pays de la cible à l'OCDE ou encore la distance culturelle sont significatives dans notre sous-équation (4) pour notre échantillon global. Cependant, il est à noter qu'un consensus a rarement été obtenu pour les différents facteurs étudiés.

L'objectif de ce mémoire est de tester empiriquement l'influence de ces facteurs sur les rendements anormaux des acquéreurs suite à l'annonce d'une prise de contrôle transfrontalière en mettant l'accent sur des opérations peu étudiées, celles des sixième et septième vagues de fusions-acquisitions. À la lumière des nouvelles tendances en lien avec les acquisitions, il est pertinent de s'interroger sur la création de valeur ou non pour les actionnaires des acquéreurs lors de ces prises de contrôle transfrontalières.

Notre étude contribue à enrichir la littérature portant sur les acquisitions faites dans le contexte américain en validant la pertinence de plusieurs déterminants identifiés dans les recherches passées et en analysant l'influence de nouveaux facteurs applicables aux fusions-acquisitions transfrontalières. La contribution de notre recherche se situe donc au niveau de notre échantillon élargissant les opérations domestiques aux opérations transfrontalières. Notre échantillon porte sur les deux dernières vagues de fusions acquisitions et s'arrête à 2015. Nous analysons donc une vague qui a été très peu étudiée dans la littérature actuelle.

Nos résultats permettent de comprendre la performance anormale des acquéreurs lors d'une prise de contrôle transfrontalière et de mieux cerner les facteurs ayant un impact sur ces rendements anormaux, facilitant l'évaluation de l'offre pour les analystes, les investisseurs, les actionnaires, les cibles et acheteurs potentiels. Ainsi, dans le cadre des 963 fusions et acquisitions transfrontalières que nous étudions entre le 1^{er} janvier 2003 et le 31 décembre 2015, nous trouvons que la performance anormale des acquéreurs est significativement positive (0.74%) sur une fenêtre de trois jours entourant l'annonce de la prise de contrôle.

La présente étude comprend les sections suivantes : la section 2 présente une revue de littérature traitant tout d'abord les déterminants de la performance des acquéreurs lors des regroupements classiques puis ceux des rendements anormaux des acquéreurs lors d'opérations transfrontalières. La section 3 résume par la suite les évidences empiriques des théories mises en avant dans la littérature. La section 4 décrit les modèles économétriques utilisés et présente nos données ainsi que les statistiques descriptives de nos variables. La section 5 comprend nos résultats. La section 6

présente nos tests de robustesse. La section 7 conclut et expose les limites de nos recherches.

2. REVUE DE LA LITTÉRATURE

Cette revue de la littérature traite tout d'abord de la performance post-acquisition de l'acquéreur dans le cadre de prises de contrôle domestiques, c'est à dire au sein d'un même pays. Nous nous intéressons par la suite aux différents déterminants ayant un impact sur cette performance. Pour comparaison, nous présentons les résultats sur la performance post-acquisition des firmes initiatrices dans le contexte de regroupements transfrontaliers. Nous étudions enfin les déterminants de la création de valeur pour ces fusions-acquisitions.

2.1 Les fusions-acquisitions classiques

2.1.1 La performance post-acquisition

Plusieurs études se sont consacrées à mesurer s'il y avait création ou destruction de valeur pour les actionnaires des firmes impliquées dans une fusion-acquisition. Les résultats diffèrent selon les auteurs et la majorité de la littérature à ce sujet implique deux firmes américaines.

En moyenne, des rendements anormaux négatifs entre 1% et 3% sont observés pour les actionnaires de la firme acquéreuse et des rendements anormaux positifs entre 15% et 30%, pour les actionnaires de la cible à l'annonce d'un regroupement (Clayman, Fridson et Troughton, 2008). Andrade, Mitchell et Stadford (2001) ont établi que les cibles enregistraient des rendements anormaux entre 15% et 30% alors que le prix des actions des acquéreurs diminuait d'environ 0,7%. Kiyamaz et Baker (2008) ainsi que Hackbarth et Morellec (2008) ont également trouvé des rendements anormaux négatifs pour les acquéreurs suite à l'annonce du regroupement. Il y aurait donc une répartition inégale des gains entre les actionnaires des deux parties. Jovanic et Braguinsky (2002) ont les mêmes résultats et les expliquent par le fait que les regroupements seraient un signe que la croissance interne de l'entreprise initiatrice est épuisée. Jensen (1986) explique ces rendements négatifs pour les actionnaires des acquéreurs par le phénomène de l' « empire building » de ses gestionnaires. En effet, ces derniers choisiraient plutôt de faire des acquisitions que de redistribuer les flux de trésorerie aux actionnaires même si ces investissements ne sont pas toujours intéressants.

2.1.2 Les déterminants de la performance

Plusieurs facteurs semblent influencer la performance post-acquisition des firmes acquéreuses. Nous allons passer en revue les déterminants les plus importants.

Méthode de paiement

Lors de regroupements de firmes, la méthode de paiement est un des déterminants les plus avancés pour expliquer la création de valeur ou non de ces opérations. Il y a en général trois types de paiement : tout en actions, tout en espèces ou un mixte des deux. Plusieurs auteurs ont observé des résultats différents sur les marchés boursiers selon le mode de paiement choisi. Andrade, Mitchell et Stadford (2001) trouvent des rendements anormaux positifs pour l'acquéreur lorsque le paiement se fait tout en espèces et des rendements anormaux négatifs lorsqu'il se fait par les fonds propres. En effet, selon eux, les paiements en espèces envoient un signal favorable sur le marché et informe d'une bonne santé financière de la firme acquéreuse ce qui favorise une meilleure performance pour les firmes combinées. En revanche, les paiements faits tout en actions enregistrent une performance plus faible que précédemment à cause de l'hypothèse d'asymétrie d'information. Selon cette théorie, les investisseurs verraient ce mode de financement comme une double opération : l'annonce d'un regroupement mais aussi celle d'une émission de fonds propres souvent synonyme d'actions surévaluées. Cette hypothèse d'asymétrie d'information a été utilisée par plusieurs auteurs tels que Myers et Majluf (1984) qui ont trouvé que dans un monde d'asymétrie informationnelle, le choix de la méthode de paiement des entreprises acquéreuses fournissait différentes informations sur celles-ci. En effet, les dirigeants qui possèdent des informations privées, feront l'émission de fonds propres si leurs titres sont surévalués. Le marché réagira donc négativement face à ce mode de paiement, entraînant la baisse du cours de l'action lors de l'annonce de l'opération. Les investisseurs, de peur d'acquérir des titres surévalués, seront ainsi tentés de revoir à la baisse l'évaluation d'une offre faite en titres. En revanche, lorsqu'une offre est faite toute en espèces, les actifs de la firme initiatrice seront considérés comme sous-évalués, ce qui conduira à une réaction positive de la part des investisseurs.

De même, Travlos (1987) a montré, à partir de données annuelles allant de 1972 à 1981, que les offres faites en actions étaient synonymes d'une mauvaise nouvelle et enregistraient donc des rendements anormaux plus faibles que celles réglées par d'autres moyens à cause de cette asymétrie d'information.

Les considérations fiscales interviennent aussi dans le choix du mode de paiement. Un règlement en espèces entraîne des gains ou pertes en capital éventuels imposables immédiatement pour les actionnaires de la cible. Malgré ce côté qui peut être perçu comme négatif pour les actionnaires de la cible, cette méthode de paiement peut sembler favorable s'ils doutent de la bonne gestion du groupe combiné ou si l'acquéreur semble prendre trop de risque à leurs yeux. De plus, ce type de transaction serait associé à une prime plus élevée pour les actionnaires de la cible pour pallier à ce désavantage fiscal. Selon ce raisonnement, Huang et Walking (1987) qui étudient 204 opérations ayant eu lieu entre 1977 et 1982, montrent que les rendements anormaux cumulés moyens des acquéreurs sont de 29,3% pour les acquisitions financées par de l'espèce, de 23,3% pour celles payées par un mixte d'espèces et de titres et de 14,4% dans le cas d'un paiement en titres.

Bien que les transactions payées tout en actions présentent les rendements anormaux moyens cumulés les moins importants, il peut y avoir un avantage à ce mode de paiement lorsque la cible et l'acquéreur sont de même nationalité. Les actionnaires de la cible pourront effectivement bénéficier d'un roulement fiscal c'est à dire qu'il n'y aura pas de gains ou pertes en capital tant que les actionnaires ne vendent pas les actions qu'ils ont reçues (Brown et Ryngaert, 1991). En revanche, s'il s'agit de regroupements transfrontaliers, cet avantage fiscal n'est pas possible et ces actionnaires subiront des gains ou pertes en capital présumés immédiatement. Dans ce cas, il peut alors être avantageux au niveau fiscal, d'avoir des paiements mixtes composés d'espèces et d'actions. Par exemple, aux États-Unis, la loi prévoit que si l'acquéreur est une compagnie étrangère, les actionnaires de la cible ne peuvent bénéficier d'un traitement fiscal avantageux uniquement s'ils ne deviennent pas majoritaires dans la compagnie étrangère.

En résumé, les auteurs observent une rentabilité anormale négative pour les firmes initiatrices quand le financement se fait par des titres et une rentabilité anormale nulle ou positive quand il se fait en espèces (Travlos, 1987; Huang et Walking, 1987; Asquith *et al.*, 1990; Servaes, 1991; Andrade *et al.*, 2001). Si nous comparons les résultats empiriques sur la performance post-regroupement selon la méthode de paiement, il apparaît que les transactions réglées tout en espèces enregistrent de meilleurs rendements anormaux, suivies de celles payées par un mixte d'espèces et d'actions et enfin de celles faites toute en actions (Eckbo, Giammarino et Heinkel, 1990).

Il est à noter que les résultats sur la méthode de paiement peuvent varier selon le statut de la cible. Chang (1998) qui a étudié un échantillon de 281 regroupements (dont 131 offres faites tout en espèces, 100 tout en actions et 50 par un mixte d'espèces et d'actions) de firmes qui ont complété l'acquisition d'une cible privée entre 1981 et 1993, a montré que l'émission de titres pour une telle prise de contrôle, pouvait ne pas être perçue si négativement par le marché que prédit précédemment. Cela s'expliquerait par le fait que les problèmes d'asymétrie informationnelle puissent être atténués grâce aux informations privées révélées par la firme acquéreuse aux actionnaires de la cible. Fuller *et al.* (2002) ont également trouvé que pour les cibles privées, les rendements anormaux des acquéreurs étaient significativement positifs mais plus élevés lorsque les paiements sont faits par des actions que lorsqu'ils sont réalisés en espèces. Également, ils ont montré que dans le cas de cibles publiques, les acquéreurs avaient des rendements anormaux négatifs non significatifs lorsque le paiement se faisait en espèces ou par un mixte d'espèces et de titres et une performance anormale significativement négative lorsque le règlement se fait tout en actions.

Les résultats quant à la méthode de paiement peuvent donc varier selon la nature de la cible en jeu. Nous allons donc prendre en considération ce deuxième facteur pour expliquer les rendements anormaux observés lors des regroupements de deux entreprises.

Statut de la cible

Comme nous l'avons remarqué précédemment, le statut de la firme, public ou privé, semble impacter la performance post-regroupement de l'acquéreur. En effet, Fuller *et al.* (2002) qui ont étudié un échantillon de 3135 prises de contrôle ayant eu lieu entre 1990 et 2000, cette période étant caractérisée par un niveau de transactions très élevé aux États-Unis, ont trouvé des rendements anormaux significativement négatifs pour les firmes qui faisaient l'acquisition de cibles publiques. À l'inverse, ils ont montré que la performance anormale de l'acquéreur était significativement positive lorsqu'il s'agissait de cibles privées ou de filiales.

De même, Moeller *et al.* (2004), à l'aide d'un échantillon de 12 023 acquisitions réalisées par des firmes publiques entre 1980 et 2001, ont montré des rendements anormaux significatifs de 1,496% lorsque les cibles étaient privées, tous modes de paiement confondus. Lorsqu'il s'agissait de cibles publiques, ils ont trouvé une performance anormale de -1,022%, quelque soit la méthode de paiement.

Hansen et Lott (1996) sont arrivés aux mêmes résultats que les auteurs précédents, pour ce qui est du signe de la relation entre le statut de la cible et les rendements anormaux de l'acquéreur, cela, en étudiant un échantillon de 252 acquisitions publiques et privées entre 1985 et 1991 sur une fenêtre de 20 jours (-14, +5) autour de la date d'annonce de prise de contrôle.

Comme nous l'avons vu pour la variable de la méthode de paiement, Chang (1998) expliquerait ces résultats par le fait qu'il y avait moins de problèmes d'asymétrie d'informations dans le cas de cibles privées.

Le statut de la firme semble donc avoir un impact sur la performance post-regroupement.

Performance passée de la cible

Les rendements anormaux des acquéreurs seraient affectés par la performance passée de leur cible. DeLong (2001) qui cherche à établir un lien entre la performance passée

de la cible et celle post-opération de l'acquéreur dans le contexte bancaire, trouve qu'il y a davantage de création de valeur lorsque la performance boursière de la banque cible est faible. Le marché s'attendrait à ce que le regroupement améliore la performance de la cible. Morck *et al.* (1990) trouve la même relation entre les rendements anormaux de l'acquéreur et la performance passée de la cible mais cette fois-ci lors d'acquisitions de firmes non bancaires. En effet, il y aurait des gains réalisables en remplaçant l'équipe de gestionnaires en place chez la cible. À l'inverse, Schwert (1996), montre qu'une piètre performance passée de la cible serait synonyme d'une santé financière précaire. Ainsi, les acquéreurs de ces cibles enregistreraient une moins bonne performance post-regroupement avec ces cibles.

Les résultats étant mitigés quant à l'effet de la performance passée de la cible sur les rendements anormaux de l'acquéreur, nous allons donc prendre en considération ce facteur dans notre analyse.

Ratio book-to-market

Selon plusieurs auteurs, il semblerait que le ratio *book-to-market* des entreprises impliquées dans les fusions-acquisitions influence la performance post-regroupement de l'acquéreur. Ce ratio donne de l'information à la fois sur le potentiel de croissance de l'entreprise mais aussi sur l'erreur d'évaluation faite par le marché vis-à-vis de ces firmes. Une entreprise avec un ratio *book-to-market* élevé est caractérisée de firme de « valeur » et est en général sanctionnée par le marché qui sous-évaluerait ses titres à cause de ses mauvaises performances passées. En revanche, une firme avec un ratio faible est dite une entreprise de « croissance » ou « glamour » qui serait bien perçue par les investisseurs car elle a un historique de rendements élevés et serait synonyme de bonne performance future.

Rau et Vermaelen (1998) examinent 2823 fusions ayant eu lieu entre 1980 et 1991 sur une fenêtre de trois ans. Ils trouvent que les acquéreurs de « valeur » ont des rendements anormaux plus élevés que ceux dits de « croissance ». En effet, les dirigeants des firmes dites de « croissance » feraient preuve d'une confiance excessive basée sur leurs bonnes

performances passées. Cela correspond à l'hypothèse du comportement « hubris » qui vient du travail de Roll (1986). En s'appuyant sur l'efficacité des marchés, cet auteur affirme que les entreprises sont estimées à leur juste valeur. Ainsi, un regroupement ne pourrait permettre de créer de la valeur. Les dirigeants surestiment donc les retombées des fusions-acquisitions en pensant qu'elles permettraient de créer de la valeur, cela, à cause de leur excès de confiance. Ils paieraient des primes trop élevées pour ces regroupements en se basant sur les performances passées de leur entreprise. Suivant cette logique, les dirigeants vont surestimer leur capacité à réussir une acquisition pour les firmes de « croissance » qui enregistrent de bons rendements passés alors qu'ils vont faire l'objet de prudence pour les firmes de valeurs ayant eu de faibles rendements dans le passé (Sudarsanam et Mahate, 2003).

Les performances post-regroupement des acquéreurs sont également différentes selon la nature de la cible, de « valeur » ou « glamour ». En effet, une cible de « valeur » serait sous-évaluée par le marché à cause de ses piètres performances passées et aurait donc un meilleur potentiel d'amélioration de sa performance post-acquisition. Les acquéreurs auraient alors de meilleurs rendements quand ils se regroupent avec des cibles de « valeur » plutôt qu'avec des cibles « glamour ».

Pour vérifier cette hypothèse, Rau et Vermaelen ont fait des tests en séparant les acquéreurs de type « valeur » de ceux de type « croissance » puis en divisant leur échantillon selon la nature de la cible. Pour les acquéreurs « croissance », ils observent des rendements anormaux négatifs de 49% quand il s'agit de cibles « croissance » et une performance anormale de -48% quand ce sont des cibles de « valeur ». De même, pour les acquéreurs « valeur », ils trouvent des rendements anormaux positifs de 32% pour les cibles de « valeur » et une performance post regroupement de 8,5% quand ce sont des cibles « croissance ».

Sudarsanam et Mahate (2003) et Conn, Cosh, Guest et Hughes (2005) arrivent aux mêmes résultats. Le ratio *book-to-market* semble donc avoir de l'importance dans l'explication de la performance post-opération de l'acquéreur, ratio que nous allons prendre en considération dans notre étude.

Taille de l'entreprise

Un autre déterminant de la performance post-opération qui revient très souvent dans la littérature est la taille relative des firmes. Cette dernière exprime la taille de la cible en fonction de celle de l'acquéreur. Les avis sont partagés selon les auteurs quant à l'impact de cette nouvelle mesure sur la performance post-regroupement de l'acquéreur. D'un côté, des scientifiques tels que Fuller, Netter et Stegemollet (2002) montrent que cette variable est négativement reliée à la réaction du marché vis-à-vis des acquéreurs. La facilité d'intégration d'une plus petite firme serait donc plus valorisée que le potentiel de synergies offert par l'acquisition d'une cible de taille plus importante, comme l'accès à des ressources de qualité par exemple. Al-Sharkas (2007) qui obtient également une corrélation négative entre les rendements anormaux de l'acquéreur et la taille relative de la cible explique ce résultat par des déséconomies d'échelle qui se créeraient dans cette situation. En effet, à l'aide d'un échantillon de 440 prises de contrôle ayant eu lieu entre 1985 et 1999 dans le secteur bancaire, il a montré qu'il y avait de meilleurs résultats en termes d'efficience des coûts lorsque des petites banques étaient acquises que lorsque c'était de grosses institutions qui l'étaient. Chiffres à l'appui, les petites banques enregistrent une amélioration significative de 5% dans l'efficience de leurs coûts alors que les grosses banques montrent une amélioration de seulement 1,5%.

D'un autre côté, Bhagat *et al.* (2005) montrent qu'il y a, à contrario, une relation positive de 0,003 entre la performance post-opération de l'acquéreur et la taille relative de la cible par rapport à celle de l'acquéreur. Ils obtiennent ces résultats à partir d'un échantillon de 1018 prises de contrôle entre 1962 et 2001 dans lesquelles les cibles et les acquéreurs sont publics.

Bhagat, Malhotra et Zhu (2011) qui se concentrent sur 698 acquisitions transfrontalières faites par des firmes de pays émergents entre 1991 et 2008, sont d'accord avec les auteurs précédents sur le signe de la relation entre la taille relative de la cible et la performance post-regroupement. Le caractère national ou transnational de l'opération pourrait ainsi avoir un impact sur les résultats attendus. D'ailleurs, la banque centrale européenne qui a étudié l'effet de la taille relative de la cible sur les

rendements anormaux de l'acquéreur en 2004, a trouvé des conclusions différentes selon qu'il s'agissait d'opérations domestiques ou transfrontalières. Dans le premier cas, il y avait un lien négatif alors que la corrélation était positive dans le deuxième cas.

Enfin, des auteurs tels que Healy, Palepu et Ruback (1992) trouvent quant à eux, en étudiant les cinquante plus grosses prises de contrôle réalisées entre 1979 et 1984, qu'il n'y a pas de relation significative entre la taille relative de la cible et la performance post-acquisition de l'acquéreur.

Nous allons donc prendre en considération le facteur de la taille relative des entreprises pour expliquer les rendements anormaux observés lors de regroupements d'entreprises.

Levier financier

Le niveau d'endettement d'une entreprise est un indicateur de sa santé financière. Maloney, Mc Cormick et Mitchell (1993) ont étudié 428 fusions réalisées entre 1962 et 1982 puis 389 acquisitions de tout type faites entre 1982 et 1986 et ont trouvé une relation positive significative entre le levier financier de l'acquéreur et ses rendements anormaux. En effet, lorsqu'une entreprise est très endettée, elle sera surveillée par ses créanciers ce qui sera comme une assurance qu'elle fait des investissements de qualité. Il y aurait donc l'hypothèse que la dette améliore les prises de décisions managériales comme le prédit la théorie des coûts d'agence.

Jensen et Meckling (1976) qui ont été les premiers à définir ce qu'était une relation d'agence ont montré qu'il existait des divergences d'intérêt entre les actionnaires et les dirigeants non propriétaires dans toutes les firmes managériales. Effectivement, les dirigeants ont pour but de récolter des fonds provenant des actionnaires pour les investir dans des projets bénéfiques alors que les actionnaires, eux, veulent que leurs investissements soient mis dans des projets rentables afin de recevoir le rendement espéré fixé initialement. Cependant, les dirigeants, une fois les fonds récoltés, se retrouvent libres d'allouer ces fonds, créant alors des conflits entre ces deux parties. Selon Jensen et Meckling (1976), ces conflits proviennent du fait que les dirigeants ne bénéficient pas en totalité du gain de leur effort alors qu'ils supportent toute la

responsabilité. Une des solutions trouvées afin de réduire ces coûts d'agence est l'endettement qui serait perçu comme une façon d'obliger les dirigeants à honorer leurs engagements en versant les liquidités aux créanciers. En effet, tout défaut de paiement de la dette entraînera la faillite de l'entreprise. Les actionnaires auront donc tout intérêt à augmenter le levier financier de la firme afin d'optimiser son contrôle sur l'activité de gestion des dirigeants. De plus, l'obligation de paiements d'intérêts à échéances fixes réduit la possibilité d'investissement sous optimal par les dirigeants qui ne trouveront pas assez de flux de trésorerie disponible.

En revanche, Moeller, Schlingemann et Stulz (2004) n'ont pas trouvé que l'endettement était un déterminant significatif des rendements anormaux de l'acquéreur en étudiant 396 acquisitions domestiques complétées par des firmes américaines entre 1990 et 2004.

Bien qu'il n'y ait pas un consensus quant à l'importance du levier financier de l'acquéreur sur ses rendements anormaux, il semblerait que cette variable joue un rôle dans notre étude.

Proximité des industries

Majoritairement, la littérature s'accorde à dire que la diversification industrielle ne crée pas de la valeur pour les firmes combinées dans le cadre de regroupement de deux firmes. En utilisant les quatre premiers chiffres du SIC code des entreprises acquéreuses et cibles, King et Driessnack (2003) ont mesuré le degré de proximité de leur industrie. Ainsi, un regroupement sera relié si les quatre premiers chiffres du code sont les mêmes pour les deux entreprises et non relié si ce n'est pas la même séquence de chiffres. Ils sont arrivés à la conclusion que la diversification avait un impact négatif sur la performance post-regroupement des acquéreurs puisque ces derniers vont créer plus de valeur avec des cibles dont les opérations peuvent être améliorées grâce aux capacités technologiques existantes de l'acquéreur. Denis, Denis et Yost (2002) ont également montré que la diversification diminuait la valeur du groupe formé étant donné que le coût de la diversification était supérieur aux bénéfices potentiels susceptibles d'être générés. En effet, une organisation qui devient diversifiée est plus complexe à gérer entraînant ainsi des coûts de coordination plus élevés. Kim et

Pantzalis (2003) sont eux aussi arrivés à ces résultats grâce à des données de panel sur une période allant de 1980 à 1998.

Haley, Palepu et Ruback (1992) ont montré une relation positive entre la performance post-regroupement et la proximité des deux firmes impliquées dans cette opération notamment grâce aux gains en productivité possibles. Berger et Ofek (1995) montrent aussi, sur une période allant de 1986 à 1991, qu'il y a une perte de valeur de 13% à 15% pour les acquéreurs due à la diversification. Cette perte de valeur est plus petite quand les deux firmes impliquées dans le regroupement ont les mêmes deux premiers chiffres dans leur code SIC. Maquiera, Megginson et Nail (1998) rejoignent ces avis. En examinant le changement de richesse pour des acquéreurs publics impliqués dans 260 prises de contrôle entre 1963 et 1996, ils montrent que la non diversification crée statistiquement et significativement de la valeur alors que la diversification n'en crée pas voire en détruit pour les firmes initiatrices.

La proximité industrielle semble donc jouer un rôle important sur les rendements anormaux des acquéreurs.

2.2 Les fusions acquisitions transfrontalières

2.2.1 La performance post-opération

Bien que les résultats sur la création de valeur lors de regroupements transfrontaliers ne se rejoignent pas toujours selon les études, l'une des plus grandes différences avec les travaux sur la performance des regroupements nationaux est qu'il y aurait création de valeur pour les actionnaires de la cible mais aussi pour ceux de l'acquéreur. C'est ce que Doukas et Travlos (1988), Kang (1993), Markides et Ittner (1994), Markides et Oyon (1998) montrent dans leurs études sur les regroupements transfrontaliers faits par des acquéreurs américains.

En effet, Doukas et Travlos (1998) trouvent qu'il y a création de valeur pour les actionnaires des firmes acquéreuses autour de la date d'annonce des regroupements transfrontaliers. Leur échantillon était composé de 301 acquisitions survenues entre 1975 et 1983. Harris et Ravenscraft (1991) qui, eux, se concentrent sur des prises de contrôles transfrontalières visant des cibles américaines, observent une performance

post-opération supérieure à celles des acquisitions domestiques (+10%). De même, Markides et Ittner (1994) qui étudient 276 acquisitions transfrontalières entre 1975 et 1998, montrent également que ce type de regroupements crée de la valeur pour les actionnaires de l'acquéreur. Markides et Oyon (1998) corroborent ces derniers résultats en étudiant 236 acquisitions faites par des firmes américaines au Canada et en Europe entre 1975 et 1988 à l'aide d'une étude événementielle. Selon eux, les acquisitions transfrontalières permettraient aux firmes d'exploiter leurs actifs intangibles dans d'autres marchés et augmenteraient ainsi leurs profits.

Il semblerait donc que les acquisitions transfrontalières génèreraient des gains significatifs pour les actionnaires de la cible et de l'acquéreur alors que les regroupements domestiques n'en créeraient que pour les actionnaires de la cible, cependant contestés par certains chercheurs.

En effet, Cakici *et al.* (1996) qui étudient la création de valeur pour 195 acquisitions transfrontalières réalisées entre 1983 et 1992, sur une fenêtre de 21 jours (-10,+10), montrent que les acquéreurs américains ne font pas de gains significatifs. Eckbo et Thornburn (2000) trouvent également qu'il n'y a pas de gains significativement différents de zéro pour les acquéreurs américains lors de prises de contrôle transfrontalières.

Notre étude se concentre sur les regroupements transfrontaliers. Ainsi, plusieurs facteurs qui n'avaient pas forcément d'impact dans les regroupements domestiques peuvent devenir déterminants dans ce contexte. Nous nous attendons alors à avoir des résultats différents en ce qui concerne les rendements anormaux post-acquisition dans notre étude.

Les caractéristiques des prises de contrôle transfrontalières étant possiblement différentes de celles des regroupements domestiques, nous allons analyser les déterminants de la performance des acquéreurs propres à ce contexte.

2.2.2 Les déterminants de la performance

Distance culturelle

Les résultats sont assez mitigés quant à l'effet de la distance culturelle sur la performance post-opération de deux firmes qui se regroupent au niveau transfrontalier.

Datta et Puia (1995) s'intéressent à l'impact de la distance culturelle sur les rendements anormaux de l'acquéreur dans 112 grosses prises de contrôle faites par des firmes américaines entre 1978 et 1990. Ils trouvent que les fusions-acquisitions transfrontalières caractérisées par une grande distance culturelle sont accompagnées par un effet de richesse moins important pour les actionnaires de la firme acquéreuse. Ces regroupements subiraient des coûts supplémentaires à ceux que connaissent les regroupements domestiques ce qui réduirait la valeur présente de la transaction selon Ahern, Daminelli, et Fracassi (2012). Ces derniers parviennent à ces résultats grâce à l'étude de 2063 prises de contrôles transfrontalières survenues entre 1985 et 2008. Néanmoins, dans le contexte des regroupements impliquant des cibles appartenant à économies émergentes, Aybar et Fici (2009) ne sont pas arrivés aux mêmes résultats puisqu'ils ont conclu que la proximité culturelle n'entraînait pas une meilleure performance post-opération pour les firmes acquéreuse. Leurs résultats se basent sur une étude événementielle de 433 fusions-acquisitions transfrontalières survenues entre 1991 et 2004, en utilisant une fenêtre d'estimation de 255 jours (-11, -265) et une fenêtre d'événement de 21 jours (-10,+10).

Barkema *et al.* (1996), qui analysent 225 regroupements transfrontaliers impliquant de grosses firmes non financières entre 1966 et 1988 trouvent également, grâce à la mesure d'Hofstede, que les proximités géographique et culturelle réduisent drastiquement les coûts d'information de l'acquisition. C'est l'anthropologue Geert Hofstede, qui a mis en place cette mesure simple permettant de comparer les cultures de différents pays. Pour cela, il a pris six caractéristiques fondamentales à tout humain : 1) le rapport au pouvoir, 2) le rapport à l'individualisme 3) le rapport à la masculinité 4) l'évitement de l'incertitude 5) le rapport au pragmatisme et au temps 6) et le rapport à l'indulgence (Hofstede, Neuijen, Ohayv et Sanders, 1990).

Selon Hofstede, la distance par rapport au pouvoir montre à quel point les membres d'une organisation acceptent que le pouvoir soit distribué de façon inégale. Par exemple, un pays avec une faible distance par rapport au pouvoir, indique que ses membres acceptent que le pouvoir soit réparti de façon égale et qu'ils s'attendent à un pouvoir démocratique. À l'inverse, un score élevé, signifie que les membres d'une société ayant moins de pouvoir que les autres sont d'accord avec cette condition et se soumettent à un certain pouvoir hiérarchique.

Pour ce qui est de la deuxième caractéristique, une culture individualiste va donner plus de poids aux réalisations personnelles alors que dans les sociétés collectivistes, ce sont les objectifs du groupe qui seront le plus valorisés.

Le rapport à la masculinité, quant à lui, analysera la répartition des rôles émotionnels entre les genres. Une culture avec un score élevé en termes de masculinité, aura des différences plus importantes entre les genres et sera plus compétitive qu'une culture avec un faible score, qui elle, mettra plus l'accent sur la construction des relations.

L'indice d'évitement et d'incertitude, va lui, analyser la façon dont une société réagit aux changements. Une culture avec un indice élevé sera moins ouverte aux changements et mettra en place des règles ou des lois plus strictes. En revanche, les sociétés avec un faible indice seront plus tolérantes face aux situations inconnues et auront des règlements plus souples.

Le rapport au pragmatisme et au temps décrit l'horizon temporel adopté par une société. Une culture plutôt orientée vers le court terme sera plus normative. Pour ce qui est des sociétés orientées vers long terme, elles seront pragmatiques, donneront de l'importance aux objectifs et aux récompenses et seront donc tournées vers le futur.

Enfin, le rapport à l'indulgence indique la capacité d'une culture à contrôler ses désirs. Une société avec un faible score va être qualifiée « d'indulgente » alors que celle avec un score élevé le sera moins. Cette dernière disposera donc de règles sociales plus strictes pour réguler les pulsions.

Nous allons prendre en considération cette mesure afin d'évaluer son influence sur les rendements anormaux de l'acquéreur dans notre échantillon.

Avancement économique de la cible

Comme l'ont montré Ghemawat (2001) ainsi que Tsang et Yip (2007), le niveau de développement économique de la cible aurait un effet sur la performance post-acquisition des acquéreurs lors des regroupements transfrontaliers. En effet, Ghemawat (2001) montre que le revenu ou le pouvoir d'achat du consommateur est la variable la plus importante qui crée de la distance entre deux pays. Il définit la différence économique entre ces derniers comme l'écart de richesse ou la différence de qualité et de coût des ressources naturelles, financières et humaines.

Tsang et Yip (2007), trouvent aussi que le niveau de développement économique de la cible a un impact sur les rendements anormaux de l'acquéreur. Pour arriver à ces résultats, ils ont analysé la performance des investissements directs étrangers faits par des firmes singapouriennes listées entre 1980 et 2000. Ils ont choisi cette période car elle a été marquée par une activité significative des investissements directs étrangers. Singapour est un bon exemple pour étudier cette performance étant donné ses actifs stratégiques attractifs. Ils font cette analyse grâce à une régression ayant pour variable indépendante la distance économique entre Singapour et le pays cible. Cette distance est obtenue en prenant la différence (en dollars US) du PIB de Singapour et de celui du pays de la cible, la première année durant laquelle a été fait l'investissement direct étranger.

Le degré de développement économique de la cible serait corrélé avec la qualité des ressources disponibles du pays ce qui permettrait plus de création de valeur dans le cas où les cibles sont localisées dans des économies avancées prometteuses de ressources de qualité. Nous observons donc des rendements anormaux supérieurs lorsque les cibles font parties de pays développés.

Moeller et Schlingemann (2005), à l'aide d'un échantillon de 4430 acquisitions faites entre 1985 et 1995, soutiennent cette idée en mettant en avant des rendements anormaux plus faibles pour les firmes initiatrices lorsque le niveau de développement économique du pays de la cible était plus faible. En effet, selon eux, un pays moins avancé

économiquement serait synonyme de plus de problèmes d'agence et plus d'asymétrie d'informations, deux facteurs agissant négativement sur les rendements boursiers.

Dans la même lignée, Uhlenbruck *et al.* (2006), grâce à l'étude 798 acquisitions, et Vermeulen et Barkema (2001), à l'aide de 1394 opérations réalisées entre 1966 et 1994, ont noté que les firmes émergentes avaient recours à des acquisitions internationales dans des pays cibles avancés économiquement afin d'acquérir des ressources clés leur permettant de créer de la valeur.

L'avancement économique de la cible sera donc un facteur que nous allons prendre en considération dans l'analyse des rendements anormaux de l'acquéreur dans un contexte de prises de contrôle transfrontalières.

3. ÉVIDENCES EMPIRIQUES

Les recherches présentées dans la précédente revue de littérature nous serviront de base pour notre étude empirique ayant pour but d'analyser les déterminants des rendements anormaux des acquéreurs à l'annonce d'opérations de prises de contrôle. Dans la présente section, nous ferons le point sur les variables explicatives qui seront employées dans ce mémoire, sur leur influence prédite sur les rendements anormaux des acquéreurs ainsi que sur la méthode de construction de ces variables. Le tableau 1 présenté à la fin de ce chapitre résume cette section.

3.1 Les rendements anormaux

Afin de mesurer la réaction du marché, suite à l'annonce d'une prise de contrôle, nous utiliserons les rendements anormaux cumulés (CAR_j) (Campbell, Lo et MacKinlay, 1997; Kothari et Warner, 2007) sur trois jours (-1 à +1). Cette mesure sera la variable dépendante dans notre analyse. Pour ce faire, nous additionnons les rendements anormaux des trois jours entourant la date d'annonce de la prise de contrôle (-1, +1) jours : $CAR_j = \sum_{-1}^{+1} AR_{jt}$.

avec AR_{jt} le rendement du titre j à la période t

Les rendements anormaux représentent la différence entre les rendements observés de la firme ayant connu un événement et le rendement d'un indice ou d'un portefeuille de référence. Pour obtenir ces rendements anormaux qui seront synonymes d'une réaction favorable (défavorable) de la part des investisseurs lorsqu'ils seront positifs (négatifs), nous estimons tout d'abord pour chaque entreprise, un modèle qui régresse les rendements sur l'indice de marché choisi comme référence. Nous faisons cela sur la période allant du 130^e jour au 10^e avant l'annonce de regroupement afin d'avoir un minimum de 120 jours pour notre période d'estimation (MacKinlay, 1997). En effet, Brown et Warner (1985) et Dyckman, Philbrick et Stephan (1984) montrent dans leur étude qu'une période d'estimation de 120 jours est suffisante pour établir une référence pour les rendements normaux.

Nos rendements normaux sont donc obtenus comme suit :

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt} + \varepsilon_{jt} \text{ avec } t = -130 \text{ à } -10.$$

avec R_{jt} le rendement du titre j à la période t , R_{mt} le rendement de l'indice de marché m à la période t , α_j la constance du modèle, β_j le coefficient de sensibilité de R_{jt} à l'indice de marché et ε_{jt} le terme d'erreur. Notre fenêtre d'estimation n'inclut pas la période d'événement afin de ne pas influencer les paramètres d'estimation de notre modèle de performance normale.

Le terme d'erreur du modèle de marché représente le rendement anormal : $\varepsilon_{jt} = AR_{jt}$. Nous l'obtenons grâce aux paramètres alpha et bêta estimés précédemment et cela, pour chaque entreprise et pour chaque jour sur la fenêtre d'événement autour de la date d'annonce :

$$\varepsilon_{jt} = AR_{jt} = R_{jt} - (\alpha_j + \beta_j (R_{mt})) \text{ où } t = -1 \text{ à } +1.$$

3.2 Les variables explicatives

Méthode de paiement

Nous avons vu dans notre revue de la littérature que la méthode de paiement influençait la performance post-opération des entreprises suite à l'annonce d'une prise de contrôle. Pour mesurer cet impact, nous nous appuyons sur les hypothèses de signalisation des fonds propres (Myers et Majluf, 1984) et d'asymétrie d'informations (Travlos, 1987). Nous mesurons l'effet de la méthode de paiement sur les rendements anormaux des entreprises qui se regroupent, avec deux variables indicatrices : PURCASH qui prend la valeur de un lorsque la transaction est réglée entièrement en espèces et MIXTE lorsqu'elle est complétée par un mixte d'espèce et de titres. En respect à la théorie de la signalisation des fonds propres et à celle de l'asymétrie d'informations, nous nous attendons à ce que le coefficient sur PURCASH soit positif. Les résultats étant mitigés sur les transactions payées en mixte d'espèces et d'actions, nous ne pouvons pas nous prononcer sur le signe attendu.

Statut de la cible

Afin de prendre en considération le statut de la cible dans la performance post-regroupement des entreprises impliquées dans une prise de contrôle, nous créons une variable binaire, PRIVATE, qui prendra la valeur un lorsque la cible sera une firme privée. Nous nous attendons à un signe positif pour le coefficient de cette variable comme abordé dans notre revue de littérature.

Performance passée de la cible

Nous avons vu dans la littérature, que la performance passée de la cible avait un impact sur les rendements anormaux de l'acquéreur. Il y a deux effets possibles. Le premier est que l'acquéreur serait intéressé par des cibles avec une faible performance passée en vue de réaliser des gains par le changement de son équipe de gestion (théorie managériale). Nous nous attendons alors à une relation négative entre la performance passée de la cible et les rendements anormaux comme l'ont montré DeLong (2001) et Morck *et al.* (1990).

Le second est qu'une mauvaise performance financière est associée à une santé financière fragile. De ce fait, nous nous attendons à une relation positive entre la performance passée et les rendements anormaux.

L'effet de la performance passée des entreprises sur les rendements anormaux post-regroupement n'est pas clair. Notre variable CPERFP mesurera la performance passée de la cible.

Pour mesurer notre variable CPERFP, nous prenons la croissance des ventes des entreprises concernées au cours de l'année fiscale précédant l'annonce de l'offre, soit par le calcul suivant : $[(Ventes\ totales_t - Ventes\ totales_{t-1}) / Ventes\ totales_{t-1}]$, avec t qui représente l'année fiscale la plus récente avant l'annonce. Nous choisissons la croissance des ventes et non celle des flux monétaires ou des bénéfices pour cette mesure car les ventes sont moins volatiles (Lakonishok, Schleifer et Vishny, 1994).

Ratio Book-to-Market

Afin d'évaluer l'impact du ratio *book-to-market* des entreprises sur leur performance post-regroupement, nous utilisons deux variables : ABTM qui représente le ratio *book-to-market* de l'acquéreur et CBTM qui représente celui de la cible. La valeur marchande représente le produit du prix boursier de l'entreprise par le nombre d'actions ordinaires en circulation à la date d'annonce du regroupement. La valeur aux livres représente, elle, la valeur comptable des fonds propres de la firme (*common equity*).

Comme Rau et Vermaelen, nous nous attendons à une relation positive entre nos variables ABTM et CBTM et la performance anormale de l'acquéreur. Un ratio ABTM élevé caractériserait un acquéreur de « valeur » qui devrait enregistrer une performance anormale post-acquisition supérieure à celle d'un acquéreur « glamour » ayant un petit ratio. De même, un ratio CBTM élevé caractéristique des cibles de « valeur » entraînerait des rendements anormaux pour les acquéreurs supérieurs à ceux des regroupements engageant des cibles de « croissance » car ces cibles seraient sous-évaluées par le marché et représenteraient donc un meilleur potentiel d'amélioration de la performance.

Levier financier de l'acquéreur

Le niveau d'endettement peut refléter la santé financière d'une entreprise. Un acquéreur avec un levier élevé pourrait être perçue comme étant fortement endetté et donc en mauvaise santé financière (Maloney, Mc Cormick et Mitchell, 1993). Selon cette hypothèse, nous prédisons que la variable ALEVIER qui mesure le niveau d'endettement de l'acquéreur grâce au rapport de la dette à long terme sur les actifs totaux, aurait une relation négative sur les rendements anormaux de l'acquéreur. Nous prenons ces chiffres sur l'année fiscale la plus récente avant l'annonce de la transaction.

Taille de l'entreprise

Afin d'évaluer l'effet de la taille des firmes sur les rendements anormaux des acquéreurs, nous utilisons la variable RELSIZE, qui est le logarithme de la valeur marchande des actions de la cible sur la valeur marchande des actions de l'acquéreur. Nous faisons tous ces calculs avec les chiffres du dernier exercice comptable le plus récent avant l'annonce de la transaction. Les études empiriques prédisent une relation négative entre cette variable, qui mesure la taille relative de la cible par rapport à la firme initiatrice, et les rendements anormaux des acquéreurs. Néanmoins, comme nous l'avons souligné dans notre revue de littérature précédemment, des auteurs tels que Baghat, Malhotra et Zhu (2011) ont trouvé plutôt une relation positive entre la variable RELSIZE et les performances anormales dans le contexte des prises de contrôle transfrontalières. Il semblerait qu'il y ait donc une différence de prédiction en fonction du contexte dans lequel nous nous trouvons. Étant donné le contexte transfrontalier que nous avons choisi dans notre étude, nous nous attendons alors à une relation positive. Ainsi, l'entreprise initiatrice créerait de la valeur si la taille de la cible est relativement élevée par rapport à la sienne.

Proximité des industries

Nous mesurons le degré de proximité des industries des entreprises qui se regroupent en comparant les quatre premiers chiffres SIC (*Standard Industrial Classification*) selon la classification de SDC. Notre variable PROXIND prend la valeur de un si les quatre premiers chiffres correspondent. Nous nous attendons à une relation positive avec les rendements anormaux de l'acquéreur (King et Driessnack, 2003).

Vague

Nous utilisons la variable indicatrice VAGUE qui prend la valeur un si la date d'annonce de la transaction fait partie de la septième de fusions et acquisitions (entre

le 1^{er} novembre 2009 et le 31 décembre 2015) et la valeur zéro si elle fait partie de la sixième vague (entre le 1^{er} janvier 2003 et le 31 octobre 2009). Nous pourrions ainsi comparer la sixième et la septième vague et analyser si elles ont les mêmes caractéristiques.

Distances culturelle

Nous avons vu dans notre revue de littérature que plus la distance culturelle était grande entre le pays de la firme acquéreur et celui de la cible, plus il y avait des ambiguïtés culturelles entraînant des pertes pendant la période post-acquisition et plus il y avait également des conflits post-opération. Pour mesurer cette distance, nous utilisons comme variable l'indice culturel HOFSTEDE. Plus l'indice exprimé en pourcentage est grand, plus la distance culturelle entre les deux pays des firmes impliquées dans le regroupement sera grande. Cet indice est mesuré comme suit :

$$CD_{AC} = \sqrt{\sum_{i=1}^5 (SC_{,i} - SA_{,i})^2}$$

Avec CD_{AC} la différence culturelle entre l'acquéreur A et la cible C , $SA_{,i}$, le score de l'acquéreur A pour la dimension i et $SC_{,i}$, le score de la cible C pour la dimension i .

Les premiers scores de l'indice Hofstede par pays ont été calculés entre 1967 et 1973 puis en 2011. Cependant, nous prendrons pour acquis que ces chiffres sont à jour pour notre étude étant donné que la culture change très lentement.

Nous nous attendons donc à une relation négative entre l'indice HOFSTEDE et les rendements anormaux de l'acquéreur.

Avancement économique de la cible

Selon notre revue de littérature sur l'avancement économique de la cible, nous avons deux mesures possibles pour évaluer l'impact de cette variable sur la performance boursière post-opération de l'acquéreur.

La première que nous utiliserons sera une variable indicatrice, COCDE, qui prendra la valeur un lorsque le pays de la cible sera membre de l'OCDE (Organisation de

Coopération et de Développement Économique) et zéro dans le cas contraire. Un pays qui fait partie des pays membres de l'OCDE est considéré avancé économiquement et aura donc plus de ressources de qualité à exploiter (Buckley, Clegg, Cross, Liu, Voss & Zheng, 2007). Nous nous attendons donc à une relation positive entre cette variable et les rendements anormaux de l'acquéreur post-opération.

La deuxième mesure que nous avons choisie, ECODIST, capture la différence au niveau du développement économique entre le pays de la cible et celui de l'acquéreur. Pour cela, nous prendrons le logarithme de la valeur absolue de la différence des GDP (*Growth Domestic Product*) des deux pays impliqués dans la transaction comme l'a fait Ghemawat (2001) dans son étude. Pour un acquéreur donné, plus la variable ECODIST est grande, plus la différence de niveau du développement économique entre le pays de la cible et celui de l'acquéreur est importante. Nous utiliserons donc cette variable uniquement pour le sous-échantillon dans lequel le pays acquéreur sera les États-Unis puisque nous devons avoir le même pays acquéreur pour faire l'analyse. Comme mentionné dans la revue de littérature, une cible avancée économiquement aura de meilleures ressources. Ainsi, plus ECODIST sera grande, moins la cible sera avancée et donc moins grands seront les rendements anormaux de l'acquéreur. Nous nous attendons donc à une corrélation négative entre ECODIST et la performance anormale de la firme initiatrice.

Tableau 1 : Description des variables explicatives

Ce tableau présente les variables explicatives de notre étude, nos hypothèses concernant leur impact sur les rendements anormaux de l'acquéreur à l'annonce d'une fusion-acquisition ainsi que la méthode utilisée pour les construire. Tous les ratios comptables ont été estimés à l'aide de données recueillies à la fin de l'année fiscale la plus récente avant l'annonce de l'opération.

Variables explicatives	Description	Signe prédit	Méthode de construction
PURCASH	Païement 100% argent	+	Variable indicatrice qui prend la valeur un si la transaction est réglée entièrement en espèces.
MIXTE	Païement par un mixte d'espèces et de titre	Incertain	Variable indicatrice qui prend la valeur un si la transaction est réglée avec un mixte d'espèces et d'actions de l'acquéreur.
PRIVATE	Statut	+	Variable indicatrice qui prend la valeur un si la cible est une firme privée.
CPERFP	Performance passée	?	$[(Ventes\ totales_t - Ventes\ totales_{t-1}) / Ventes\ totales_{t-1}]$, avec t qui représente l'année fiscale la plus récente avant l'annonce.
ABTM	Book-to-Market	+	Valeur comptable des fonds propres / (Prix action * nombre d'actions ordinaires en circulation)
CBTM	Book-to-Market	+	Valeur comptable des fonds propres / (Prix action * nombre d'actions ordinaires en circulation)
ALEVIER	Levier financier	-	Dette long terme / Actifs totaux
RELSIZE	Taille relative	+	$\text{Logarithme} (\text{Cible} : \text{Nombre d'actions ordinaires en circulation} * \text{Prix action ordinaire}) / (\text{Acquéreur} : \text{Nombre d'actions ordinaires en circulation} * \text{Prix action ordinaire})$

PROXIND	Proximité des industries	+	Variable indicatrice qui prend la valeur de un si les deux entreprises évoluent dans le même secteur industriel primaire selon la classification de SDC
VAGUE	Vague dans laquelle se situe la prise de contrôle	?	Variable indicatrice qui prend la valeur de un si la transaction se fait durant la 7 ^e vague de fusions et acquisitions (du 1 ^{er} novembre 2009 au 31 décembre 2015) ou 0 si elle est dans la 6 ^e vague (du 1 ^{er} janvier 2003 au 31 octobre 2009)
HOFSTEDE	Distance culturelle	-	$CD_{AC} = \sqrt{\sum_{i=1}^5 (S_{e,i} - S_{a,i})^2}$
COCDE	Pays développé	+	Variable indicatrice qui prend la valeur un si le pays de la cible est membre de l'OCDE et prend la valeur zéro dans le cas contraire.
ECODIST	Distance économique	-	Logarithme de la valeur absolue de la différence de GDP entre le pays de la cible et celui de l'acquéreur.

4. MÉTHODOLOGIE

Dans cette section, nous présentons les modèles économétriques utilisés dans la présente étude. Nous décrivons par la suite notre échantillon de manière détaillée et exposons les statistiques descriptives des rendements des acquéreurs ainsi que les variables explicatives de notre modèle.

4.1 Les études événementielles

Ce mémoire s'intéresse aux prises de contrôle transfrontalières. Dans les opérations étudiées, l'acquéreur contrôle moins de 50% des actions ordinaires de la cible à la date de l'annonce de regroupement et détient plus de 50% de ces actions après la transaction. Nous emploierons les termes « fusions-acquisitions (F&A) », « prises de contrôle » et « regroupements » de manière interchangeable dans la présente étude.

Notre but étant de mesurer s'il y a création de valeur pour les actionnaires des firmes acquéreuses dans les prises de contrôle sélectionnées, nous allons évaluer cela grâce aux variations des cours boursiers des firmes impliquées. Nous utiliserons l'étude événementielle, une technique économétrique permettant de mesurer les impacts financiers et/ou économiques d'un événement en particulier, tel que les fusions-acquisitions sur une ou plusieurs périodes définies autour de la date de cet événement. Les entreprises peuvent alors percevoir comment les marchés boursiers interprètent les décisions financières prises par leurs dirigeants. Cette approche s'appuie sur l'analyse des rendements anormaux associés à un événement. Il s'agit de l'écart entre le rendement observé à une date d'événement t et celui attendu normalement. Dans ce mémoire, nous nous intéressons aux rendements anormaux des acquéreurs autour de l'annonce de prise de contrôle. Sur un court horizon c'est-à-dire sur des fenêtres d'événement allant de 3 à 21 jours, ces rendements anormaux montrent la réaction du marché suite à un événement.

Nous allons définir certains termes importants à comprendre dans une étude événementielle. Tout d'abord, un événement est une information dont dispose maintenant les marchés boursiers, publiquement, et qui est susceptible de modifier la valeur d'une ou plusieurs entreprises. La date d'événement est quant à elle,

théoriquement, la date à laquelle l'information est rendue publique. Pour ce qui est de la période d'événement, il s'agit de l'intervalle de temps sur lequel évolue le cours boursier de chaque titre avec $t_i = 0$, la date de première annonce de l'événement.

Nous utilisons l'étude événementielle dans notre recherche car selon l'hypothèse d'efficience des marchés, la rentabilité boursière, c'est à dire la variation relative du prix boursier, permet d'évaluer s'il y a eu création de valeur ou non pour les entreprises impliquées sur un horizon déterminé suite à un événement en particulier. L'hypothèse d'efficience des marchés sous-tend l'existence d'un marché efficient dans lequel « les prix reflètent parfaitement et immédiatement les informations disponibles » (Schleifer et Vishny, 1989). Nous supposons dans notre étude, un marché avec une efficience semi-forte c'est à dire un marché qui traite seulement les informations connues publiquement pour ajuster les prix boursiers.

4.2 Modèles économétriques

Méthode d'analyse de la réaction du marché

Nous voulons étudier le comportement du marché suite aux opérations de prises de contrôle constituant notre échantillon. Comme pour la plupart des études qui évaluent l'impact des regroupements d'entreprises sur la richesse des actionnaires, nous allons utiliser la méthode de l'étude événementielle à court terme. Étant donné que notre échantillon concerne la période allant de 2003 à 2015, nous ne pourrons pas faire d'étude événementielle à long terme.

L'hypothèse nulle H_0 stipule qu'un événement donné ne possède pas de contenu informationnel y et donc que le rendement anormal du titre j n'est pas différent de 0. L'hypothèse alternative H_1 , elle, stipule qu'un événement donné ne possède un contenu informationnel

Les hypothèses nulles (H_0) et alternatives (H_1) sont habituellement matérialisées comme suit :

$$H_0 : E(R_j | y_i) - E(R_j) = E(\varepsilon_j | y_i) = 0 \text{ pour tous les } y_i$$

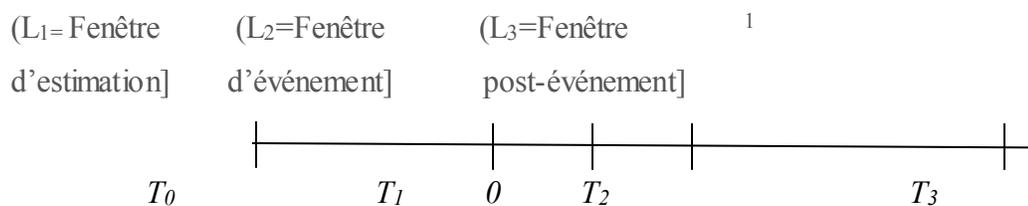
$$H_1 : E(R_j | y_i) - E(R_j) = E(\varepsilon_j | y_i) \neq 0 \text{ pour tous les } y_i \text{ avec } y_i = \alpha_i + \beta_i (R_{mt})$$

Où R_j désigne le rendement du titre j durant la période événementielle, $E(R_j)$ l'espérance du rendement du titre j , y_i l'information susceptible d'influencer le titre j durant la période événementielle, $E(R_j | y_i)$ l'espérance du rendement du titre j conditionnelle à l'information contenue dans la période événementielle et ϵ_j le rendement anormal du titre j .

Ainsi, si les rendements anormaux réalisés ne sont pas significativement différents de 0, nous ne pourrions pas rejeter l'hypothèse nulle. L'événement étudié n'aura donc pas d'impact sur les rendements boursiers de la firme dans ce cas-là.

Pour notre étude sur un court horizon, nous utilisons la fenêtre d'événement de trois jours (-1, +1). La période d'estimation, L_1 , est comprise entre les bornes T_0 et T_1 et sert à définir les paramètres afin d'estimer les rendements espérés lors de la période événementielle. Cette dernière, L_2 , doit être assez rapprochée de la première afin que tous les paramètres estimés intègrent correctement les dernières informations relatives à l'entreprise. Elle se situe entre les bornes T_1 et T_2 et permet d'évaluer les rendements anormaux qui pourraient avoir lieu autour de la date d'événement 0. La période post-événementielle L_3 est, elle, délimitée par les bornes T_2 et T_3 .

Figure 1 : Diagramme temporel



Rappelons que pour chaque entreprise j sur une période événementielle t , les rendements anormaux sont exprimés de la manière suivante :

$$AR_{jt} = \epsilon_{jt} = R_{jt} - E[R_{jt} | R_{mt}]$$

¹ MacKinlay, A.C., 1997. Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature* 35, 13-39.

avec AR_{jt} les rendements anormaux, ϵ_{jt} le terme d'erreurs du modèle de marché, R_{jt} les rendements réalisés et $E[R_{jt} | R_{mt}]$ les rendements espérés obtenus en fonction de l'indice de marché.

Afin d'évaluer l'effet d'un événement sur le prix d'un titre, nous devons cumuler les rendements anormaux observés. Nous choisisons la méthode dite d'accumulation des rendements anormaux (CAR- *Cumulative Abnormal Returns*) : $CAR_j = \sum_{-1}^{+1} AR_{jt}$, avec AR_{jt} le rendement du titre j à la période t .

Nous utiliserons le modèle de marché afin de calculer les rendements anormaux. Ce modèle, très utilisé dans les études événementielles, décompose le rendement d'un titre en deux parties : le risque systématique représenté par $\beta_j \times R_{mt}$ et le risque non systématique ou spécifique à l'entreprise ϵ_j . Ainsi, le modèle de marché est de la forme suivante :

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt} + \epsilon_{jt}$$

Par la suite, nous utiliserons la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO) afin d'estimer des paramètres qui se rapprochent des valeurs réelles. En posant comme hypothèse que les rendements suivent une distribution normale et qu'ils sont indépendants et identiquement distribués à travers le temps, nous pouvons dire que ces paramètres sont efficaces.

Méthode d'analyses multivariées

Nous estimons l'influence des différents déterminants identifiés précédemment sur la réaction du marché suite aux annonces de prises de contrôle. Nous faisons cela à l'aide de la méthode des moindres carrés ordinaires. Notre modèle reprend donc les variables relatives au mode de paiement comme l'ont fait Andrade et al. (2001) dans « *New Evidence and perspectives on mergers* »; à la performance passée de la cible comme dans l'article « *Stockholder gains from focusing versus diversifying bank mergers* » (Delong, 2001); aux ratios *book-to-market* de l'acquéreur et de la cible comme pris en référence par Rau et Vermaelen (1998) dans « *Glamour, Value and the Post-Acquisition Performance of acquiring Firms* »; au levier financier de l'acquéreur comme fait par Maloney, Mc Cormick et Mitchell (1993) dans « *Managerial decision making and capital* »; à la proximité culturelle des pays des deux firmes qui se

regroupent en accord avec les travaux de King et Driessnack (2003) dans « *Investigating the integration of acquired firms in high-technology industries : implications for industrial policy* » et ceux de Ahern, Daminelli et Fracassi (2012) dans leur article « *Lost in translation? The effect of cultural values on mergers around the world* »; à la distance économique entre les pays des deux firmes impliquées dans l'opération comme étudié dans « *Distance still matters : the hard reality of global expansion* » (Ghemawat, 2001) et dans « *The determinants of chinese outward foreign direct investment* » (Buckley, Clegg, Cross, Liu, Voss and Zheng, 2007).

Notre modèle se présente comme suit :

$$CAR_{(-1, +1) i} = \beta_0 PURCASH + \beta_1 MIXTE + \beta_2 CPERFP + \beta_3 ABTM + \beta_4 CBTM + \beta_5 ALEVIER + \beta_6 RELSIZE + \beta_7 PROXIND + \beta_8 HOSTILE + \beta_9 VAGUE + \beta_{10} HOFSTEDE + \beta_{11} COCDE + \beta_{12} ECODIST + \varepsilon_i \quad (1)$$

Notre modèle ne prend pas en compte la possibilité que les dates d'annonce puissent être les mêmes pour deux paires de firmes (*event-date clustering*).

Afin de mesurer le pouvoir de nos variables explicatives sur la variable dépendante, nous fractionnons notre équation (1) en 4 sous-équations comme suit :

$$CAR_{(-1, +1) i} = \beta_1 CPERFP + \beta_2 CBTM + \beta_3 COCDE + \beta_4 ABTM + \beta_5 ALEVIER + \beta_6 RELSIZE + \varepsilon_i \quad (2)$$

$$CAR_{(-1, +1) i} = \beta_1 CPERFP + \beta_2 CBTM + \beta_3 COCDE + \beta_4 ABTM + \beta_5 ALEVIER + \beta_6 RELSIZE + \beta_7 PROXIND + \beta_8 HOFSTEDE + \varepsilon_i \quad (3)$$

$$CAR_{(-1, +1) i} = \beta_1 CPERFP + \beta_2 CBTM + \beta_3 COCDE + \beta_4 ABTM + \beta_5 ALEVIER + \beta_6 RELSIZE + \beta_7 PROXIND + \beta_8 HOFSTEDE + \beta_9 VAGUE + \varepsilon_i \quad (4)$$

$$CAR_{(-1, +1) i} = \beta_1 CPERFP + \beta_2 CBTM + \beta_3 COCDE + \beta_4 ABTM + \beta_5 ALEVIER + \beta_6 RELSIZE + \beta_7 PROXIND + \beta_8 HOFSTEDE + \beta_9 VAGUE + \beta_{10} PURCASH + \beta_{11} MIXTE + \varepsilon_i \quad (5)$$

L'équation (2) inclut les variables explicatives représentant les caractéristiques de la cible et de l'acquéreur telles que la performance passée de la cible, le ratio *Book-to-Market* de la cible, celui de l'acquéreur, le levier financier de la firme acquéreuse, la

taille relative de la cible par rapport à celle de l'acquéreur et enfin l'appartenance ou non du pays de la cible à l'OCDE.

L'équation (3) rajoute à l'équation (2) les variables mesurant la distance culturelle entre les pays des firmes impliquées dans la transaction ainsi que la diversification industrielle réalisée ou non dans l'opération.

Dans l'équation (4), nous rajoutons la variable indicatrice VAGUE qui nous permet de savoir si la fusion-acquisition a lieu durant la 6^e ou 7^e vague.

Enfin, l'équation (5) prend en compte l'effet du mode de paiement de la transaction sur les rendements anormaux cumulés de l'acquéreur.

Étant donné que seulement 2,86% de nos transactions concernent des cibles privées nous n'incluons pas cette variable dans notre régression afin de ne pas biaiser les résultats à la vue de la fréquence de 0. Afin d'obtenir les rendements boursiers des firmes impliquées dans les fusions-acquisitions de notre échantillon, nous avons dû éliminer les transactions pour lesquelles ces rendements étaient manquants. Cela explique pourquoi nous nous retrouvons avec un échantillon composé en presque totalité par des cibles publiques étant donné que les prix des actions des entreprises listées sont facilement disponibles sur le marché financier.

En estimant notre modèle paramétrique à plusieurs variables, il faut s'assurer qu'il n'existe aucune relation linéaire parfaite entre les variables explicatives. À cet effet, la matrice des coefficients de corrélation entre les variables explicatives est présentée au tableau 2. Nous identifions également si la corrélation obtenue est significative à 5%.

Notre modèle ne présente aucun problème de colinéarité. Effectivement, la corrélation significative la plus élevée de notre matrice est de -48.36%. Il s'agit de la corrélation entre nos variables PURCASH et MIXTE. Cela est logique étant donné que nous n'avons que trois possibilités de paiement dans notre échantillon : tout en espèces, tout en actions ou un mixte des deux. Les variables explicatives HOFSTEDE et COCDE ont aussi un coefficient de corrélation assez grand puisque la distance culturelle est fortement impactée par le degré de développement des pays en jeu. En effet, nous avons constaté que notre échantillon était principalement composé d'acquéreurs membres de

l'OCDE. Si ces initiateurs font l'acquisition de cibles elles-mêmes membres de cette organisation, alors la distance culturelle entre les pays de ces deux acteurs sera petite d'où cette corrélation relativement importante. Mis à part ces quelques relations assez importantes, notre échantillon ne souffre pas de problème de corrélation.

En complément de notre matrice de corrélation, nous avons effectué un test VIF (*Variance inflation factor*). Comme règle de validation, une variable dont la valeur VIF est supérieure à 10 n'est pas considérée par les chercheurs comme tolérable en termes de degré de colinéarité. Cela signifie que la variable pourrait être considérée comme une combinaison linéaire d'autres variables indépendantes. À la vue des résultats du tableau 3, il n'y a aucune variable dont la valeur VIF est supérieure à 10, ce qui confirme bel et bien que nous n'avons pas de problème de multicolinéarité.

Tableau 2 : Matrice des coefficients de corrélation des variables explicatives

Ce tableau présente les coefficients de corrélation entre les variables explicatives de nos modèles. Le signe * indique un niveau de significativité supérieur ou égal à 5%. PURCASH indique si la transaction est réglée entièrement en espèces; MIXTE indique si la transaction est réglée par un mixte d'espèces et de titres de l'acquéreur; PROXIND renseigne sur la proximité industrielle des deux entreprises qui se réunissent; ABTM est le ratio *Book-to-Market* de l'acquéreur; CPERFP correspond à la performance passée de la cible; CBTM est ratio *Book-to-Market* de la cible; ECODIST représente la distance économique entre les pays des deux firmes qui se regroupent; COCDE indique si le pays de la cible est un membre de l'OCDE; HOFSTEDE mesure la distance culturelle entre les pays des deux entreprises qui se réunissent; ALEVIER représente le levier financier de la firme acquéreuse; RELSIZE mesure la taille de la cible relativement à celle de l'acquéreur; VAGUE indique si la transaction a lieu durant la 6^e ou la 7^e vague.

	CPERFP	CBTM	COCDE	ABTM	ALEVIER	RELSIZE	PROXIND	HOFSTEDE	VAGUE	PURCASH	MIXTE
CPERFP	1										
CBTM	-0.0737	1									
COCDE	0.0026	-0.0124	1								
ABTM	-0.0319	0.0309	-0.1922*	1							
ALEVIER	0.0047	-0.0290	-0.0687*	-0.0276*	1						
RELSIZE	-0.0682	0.0026*	0.0629	-0.0856	-0.0519	1					
PROXIND	-0.0150	-0.0342	0.0342	0.0164	-0.0937*	-0.0100	1				
HOFSTEDE	0.0224	0.0512	-0.3189*	-0.0054*	0.1878*	-0.0083*	-0.1867*	1			
VAGUE	-0.0497	0.0105	-0.0557	-0.0604	-0.0198	0.0574	-0.0169*	0.0009	1		
PURCASH	-0.0463*	0.0624	-0.0055	0.0120	0.0173	0.2243	-0.0785*	-0.0202	0.01030	1	
MIXTE	-0.0005	-0.0198	0.0369	0.0108	-0.0618	-0.1087	0.0241	-0.0107	0.0023	-0.4836*	1

Tableau 3 : *Variance Inflation Factor*

Ce tableau présente les résultats du test VIF (*Variance Inflation Factor*) pour les variables explicatives de nos modèles. Une valeur supérieure à 10 serait le signe d'une multicolinéarité avec d'autres variables. En dessous de cette valeur, on considère que nos variables ne présentent pas de problème de multicolinéarité. PURCASH indique si la transaction est réglée entièrement en espèces; MIXTE indique si la transaction est réglée par un mixte d'espèces et de titres de l'acquéreur; PROXIND renseigne sur la proximité industrielle des deux entreprises qui se réunissent; ABTM est le ratio *Book-to-Market* de l'acquéreur; CPERFP correspond à la performance passée de la cible; CBTM est ratio *Book-to-Market* de la cible; ECODIST représente la distance économique entre les pays des deux firmes qui se regroupent; COCDE indique si le pays de la cible est un membre de l'OCDE; HOFSTEDE mesure la distance culturelle entre les pays des deux entreprises qui se réunissent; ALEVIER représente le levier financier de la firme acquéreuse; RELSIZE mesure la taille de la cible relativement à celle de l'acquéreur; VAGUE indique si la transaction a lieu durant la 6^e ou la 7^e vague.

Variables	VIF	1/VIF
PURCASH	1.38	0.7260
MIXTE	1.31	0.7607
HOFSTEDE	1.20	0.8360
COCDE	1.17	0.8513
RELSIZE	1.08	0.9296
ABTM	1.06	0.9435
ALEVIER	1.05	0.9513
PROXIND	1.05	0.9524
CPERFP	1.02	0.9842
CBTM	1.02	0.9847
VAGUE	1.02	0.9847
Moyenne VIF	1.12	0.9004

4.3 Échantillon

4.3.1 Méthode de construction de l'échantillon

Pour construire l'échantillon utilisé dans ce mémoire, nous avons tout d'abord identifié les prises de contrôle grâce à la base de données de Thompson Financial, Securities Data Company's Platinum (SDC). Nous avons ciblé les opérations réussies, survenues entre le 1^{er} janvier 2003 et le 31 décembre 2015, qui impliquent des cibles et des acquéreurs au niveau international, privés ou publics. Nous avons exigé que la transaction représente un minimum de 100 millions de dollars américains et avons obtenu 23 775 transactions. Nous avons par la suite inclus uniquement les transactions qui constituent des fusions ou des acquisitions de la majorité des intérêts. Pour obtenir uniquement les opérations qui représentent des prises de contrôle, nous exigeons que l'acquéreur possède moins de 50% des actions de la cible avant l'acquisition et obtienne plus de 50% des actions après la transaction. De plus, étant donné que nous nous concentrons sur les prises de contrôle transfrontalières, nous éliminons de notre échantillon les fusions ou acquisitions domestiques, c'est à dire au sein d'un même pays. Nous recueillons ainsi 1531 prises de contrôle transfrontalières répondant aux critères énumérés ci-dessus.

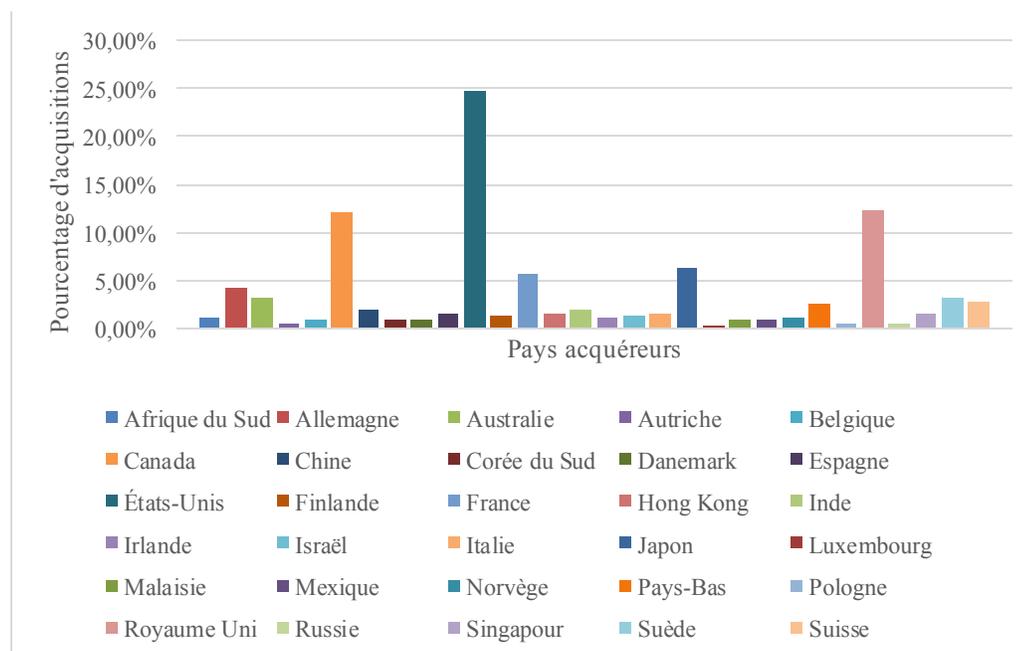
Étant donné que notre étude porte sur les rendements anormaux des acquéreurs et ses déterminants, il est primordial d'avoir les rendements boursiers des firmes initiatrices ainsi que les informations concernant les attributs de la transaction, de même que celles caractérisant nos cibles et acquéreurs. En ce sens, nous avons retranché 314 observations à cause des rendements boursiers manquants pour nos acquéreurs. Nous obtenons un échantillon de 1227 prises de contrôle transfrontalières avec toutes les données nécessaires pour construire les variables de notre modèle. Afin de ne pas biaiser notre échantillon, nous retranchons les transactions impliquant les mêmes firmes à des dates qui se chevauchent en termes de fenêtre d'estimation. Nous obtenons un échantillon final de 1217 transactions. Nous avons utilisé la base de données *Center for Research in Security Prices* (CRSP) pour avoir les prix boursiers des titres des acquéreurs et la base de données Compustat afin d'obtenir les données comptables concernant les cibles et les acquéreurs.

Étant donné que notre échantillon comprend des prises de contrôle au niveau international et ne se concentre pas uniquement sur les acquéreurs américains comme dans la plupart des études, nous constituons un sous-échantillon ne comprenant que des firmes initiatrices américaines. Ainsi, nous pourrions comparer les résultats obtenus avec cet échantillon réduit et notre échantillon au complet afin d'en tirer des conclusions.

Nous avons également divisé notre échantillon entre les prises de contrôle appartenant à la sixième vague de fusions et acquisitions (entre le 1^{er} janvier 2003 et le 1^{er} novembre 2009) et celles faisant partie de la septième vague (entre le 1^{er} novembre 2009 et le 31 décembre 2015). Cela nous permet d'apporter une contribution supplémentaire en étudiant une période encore très peu abordée, celle de la septième vague. Les opérations de cette dernière vague représentent 513 prises de contrôle.

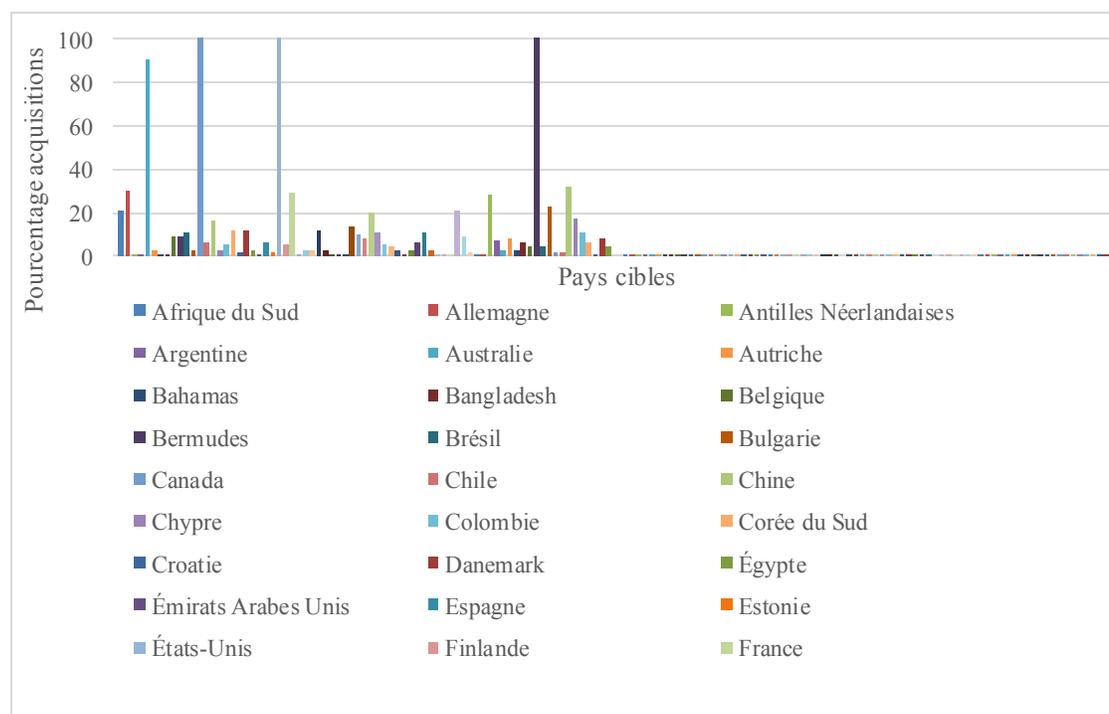
4.3.2 Description de l'échantillon.

Figure 2: Histogramme de la répartition des prises de contrôle par pays acquéreur

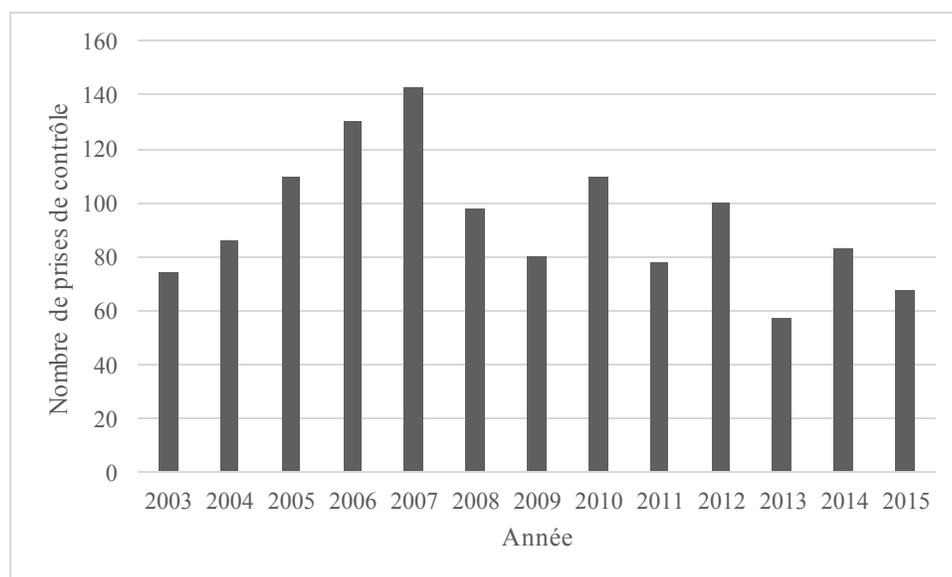


Plus de 90% des pays acquéreurs de notre échantillon sont membres de l'OCDE (Organisation de Coopération et de développement économique) et constituent donc, au sens de ce mémoire, des pays développés. Les États-Unis suivis du Canada et du Royaume-Uni sont les acteurs principaux de ces fusions acquisitions transfrontalières entre 2003 et 2015.

Figure 3: Histogramme de la répartition des prises de contrôle par pays cible



Dans notre échantillon, nous observons la même tendance pour nos pays. En effet, 82,42% des cibles sont membres de l'OCDE. La grande majorité des cibles sont donc dans des pays avancés ce qui serait positif pour les rendements anormaux des acquéreurs selon la revue de littérature faite plus haut. De plus, les États-Unis, le Canada et le Royaume-Uni sont ici encore les principaux joueurs puisque les cibles font partie de ces pays dans près de 50% des cas dans notre échantillon.

Figure 4: Nombre de prises de contrôle par année

La figure 4 laisse bien percevoir le côté cyclique des fusions- acquisitions qui constituent des vagues en fonction du cycle économique. En effet, comme évoqué dans l'introduction de ce mémoire, la sixième vague commence à se dessiner en 2003 pour atteindre des sommets en 2007 avant de redescendre en 2008 pendant la crise financière. Par la suite, apparaît la septième et actuelle vague fin 2009. Cette vague est cependant un peu moins marquée.

4.4 Description statistique de la variable dépendante

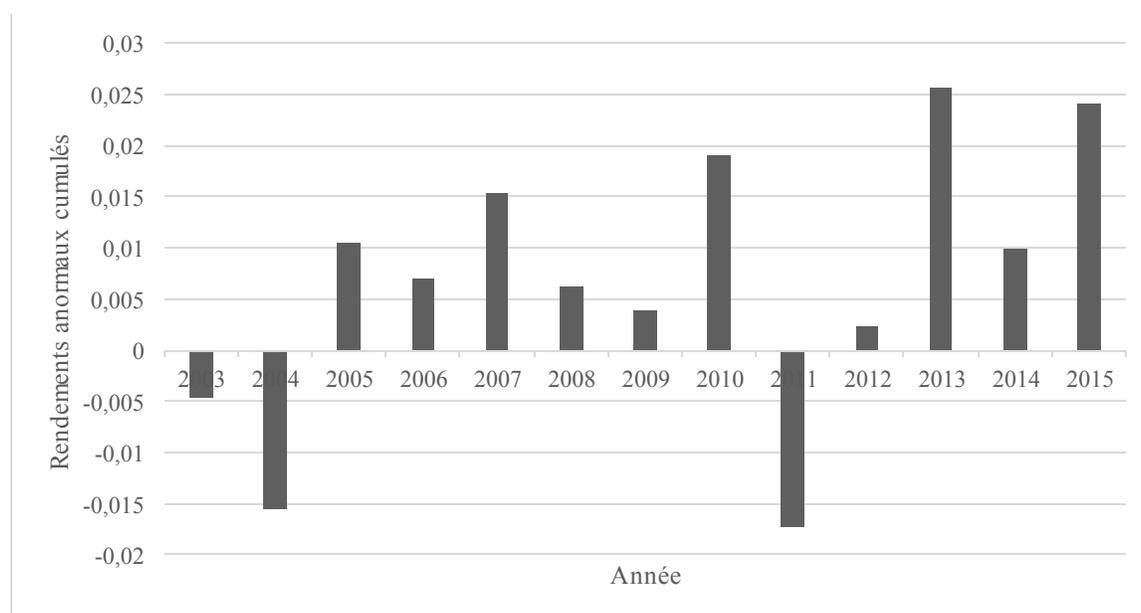
La variable dépendante de notre modèle, soit les rendements anormaux cumulés sur trois jours, montre qu'en moyenne, les acquéreurs ont une performance anormale positive de 0.74% significative à 1%. Les $CAR_{(-1,+1)}$ affichent un écart-type de 0.22% ce qui ne constitue pas une variation considérable. L'hypothèse de rendements anormaux non nuls pour les acquéreurs suite à l'annonce d'un regroupement est donc validée sur la fenêtre de trois jours entourant l'annonce. Ces résultats sont alors incohérents avec l'hypothèse d'un marché efficient comme l'ont souligné Kothari et Warner (2007).

En observant les $CAR_{(-1,+1)}$ des acquéreurs, firme par firme, nous constatons qu'ils sont la plupart du temps positifs (dans 56% des cas) et dans les autres cas négatifs. La

réaction du marché aux annonces de prise de contrôle vis-à-vis des acquéreurs, semble différer selon le cas.

Nous observons également à partir de la figure 5 que les $CAR_{(-1,+1)}$ varient selon les années. Ils atteignent un sommet en 2013, période qui correspond plus ou moins au pic de la septième vague. La sixième vague qui s'arrête fin 2009 semble enregistrer des rendements anormaux cumulés plus petits que ceux de la septième vague comme nous pouvons le constater sur les résultats ci-dessous.

Figure 5 : Rendements anormaux cumulés des acquéreurs par année



Les rendements anormaux cumulés sont ceux de l'acquéreur représentés par année durant laquelle la transaction a été effectuée.

4.5 Description statistique des variables explicatives

Le tableau 4 présente une description statistique des variables explicatives des régressions sur les rendements anormaux cumulés des firmes de notre échantillon. Nos variables CPERFP et RELSIZE présentaient des écarts-types considérables. Nous avons donc éliminé de notre échantillon, les observations pour lesquelles la valeur de ces variables se situait au-delà du centile 5 et 95. Nous obtenons un échantillon global de 981 transactions. Nous avons également enlevé les observations pour lesquelles la valeur des variables $CAR_{(-1,+1)}$, $CAR_{(-5,+5)}$, $CAR_{(-10,+10)}$ se situait au-delà de ces centiles. Nous obtenons alors un échantillon final de 963 transactions. Nous avons également inclut la médiane afin de s'assurer que les interprétations basées sur la moyenne ne soient pas biaisées. Nous effectuons également dans la section 6, une analyse de sensibilité sur les valeurs extrêmes pour chacune des variables indépendantes.

Dans notre échantillon, nos cibles ont un ratio *book-to-market* de 0.0564 en moyenne ce qui signifie qu'il s'agirait plutôt de firmes dites de croissance. Cela devrait se traduire par des rendements anormaux inférieurs pour les acquéreurs si nous nous rapportons aux études de Rau et Vermaelen (1998). Pour ce qui est de la nature de la cible, en moyenne, dans 82% des cas, il s'agit d'une firme appartenant à un pays membre de l'OCDE. Ces cibles sont donc dans des pays avancés ce qui se traduirait par une performance anormale positive des acquéreurs. En effet, selon Tsang et Yip (2007), des cibles qui appartiennent à des économies avancées sont plus susceptibles d'avoir des ressources de qualité et connaîtront moins de problèmes d'agence pouvant impacter négativement les rendements des firmes initiatrices.

Si nous regardons les caractéristiques de nos acquéreurs, ce sont également, comme les cibles, des firmes dites de croissance étant donné leur ratio *book-to-market* petit (0.0022). Selon Rau et Vermaelen (1998), nous nous attendrons donc plus à des rendements anormaux inférieurs à ceux des acquéreurs de « valeur ». Nous devrions cependant avoir un impact positif sur les rendements anormaux des acquéreurs étant donné, qu'en moyenne, ils ont un levier financier relativement faible de 0.2015, ce qui signifie qu'ils sont faiblement endettés (Maloney, Mc Cormick et Mitchell, 1993).

Dans notre échantillon, les transactions sont, en moyenne, réglées majoritairement tout en espèces (53.58%) puis tout en actions (36.98%) et le reste par un mixte d'espèces et d'actions (9.44%). Si nous rejoignons les hypothèses de Andrade, Mitchell et Stadfford (2001) qui ont montré que lorsque le règlement se faisait en totalité en espèces, les firmes initiatrices enregistraient des rendements anormaux positifs alors qu'elles avaient une performance anormale négative dans le cas des paiements fait tout en actions. Nous nous attendons à un impact positif sur les CARs des acquéreurs. Les transactions comprises dans notre échantillon sont presque en totalité amicales (99%) ce qui devrait impacter positivement les rendements anormaux des acquéreurs selon Moeller, Schlingemann et Stulz (2004).

En moyenne, 60% des prises de contrôle de notre échantillon concerne des regroupements impliquant deux firmes n'appartenant pas à la même industrie ce qui ne serait pas favorable pour la performance anormale des acquéreurs selon King et Driessnack (2003) étant donné que la majorité des prises de contrôle de notre échantillon fait preuve de diversification ce qui est mal perçu par le marché.

Tableau 4 : Description statistique des variables explicatives

Ce tableau présente les statistiques descriptives des variables explicatives (moyenne, écart-type, médiane, minimum et maximum) de notre échantillon global de 963 prises de contrôle incluant les transactions des 6^e et 7^e vagues de fusions et acquisitions.

PURCASH indique si la transaction est réglée entièrement en espèces; MIXTE indique si la transaction est réglée par un mixte d'espèces et de titres de l'acquéreur; PROXIND renseigne sur la proximité industrielle des deux entreprises qui se réunissent; ABTM est le ratio *Book-to-Market* de l'acquéreur; CPERFP correspond à la performance passée de la cible; CBTM est ratio *Book-to-Market* de la cible; ECODIST représente la distance économique entre les pays des deux firmes qui se regroupent; COCDE indique si le pays de la cible est un membre de l'OCDE; HOFSTEDE mesure la distance culturelle entre les pays des deux entreprises qui se réunissent; ALEVIER représente le levier financier de la firme acquéreuse; RELSIZE mesure la taille de la cible relativement à celle de l'acquéreur; VAGUE indique si la transaction a lieu durant la 6^e ou la 7^e vague.

Variables explicatives	Moyenne	Écart-type	Médiane	Minimum	Maximum
CPERFP	0.0159	0.4406	0.0564	-1.2019	1.6913
CBTM	2.4228	11.3304	0.5204	-184.51	148.78
COCDE	0.8224	0.3823	1	0	1
ABTM	0.1565	1.3662	0.0022	-1.0384	37.1532
ALEVIER	3.2935	22.0638	0.2015	0	372.174
RELSIZE	9.9410	13.1461	3.9455	6.94e ⁻⁰⁶	59.9926
PROXIND	0.4039	0.4909	0	0	1
HOFSTEDE	10.4478	5.9778	10.8258	1.7549	37.6667
VAGUE	0.4257	0.4947	0	0	1
PURCASH	0.5358	0.4989	1	0	1
MIXTE	0.0944	0.2926	0	0	1

5. RÉSULTATS

Dans cette section, nous testons notre modèle et évaluons l'impact de différents déterminants de la performance anormale des acquéreurs à l'aide de la méthode des moindres carrés ordinaires.

5.1 Résultats des rendements anormaux cumulés des acquéreurs

La variable dépendante de notre modèle, soit les rendements anormaux cumulés des acquéreurs sur trois jours, montre qu'en moyenne, dans notre échantillon global regroupant les 6^e et 7^e vagues, les firmes initiatrices ont une performance anormale positive de 0.74% significative à 1% après avoir enlevé les *outliers* de nos rendements anormaux cumulés sur les différentes fenêtres d'observations. Les rendements anormaux des acquéreurs sont également positifs (0.74%) et significatifs à 5% sur la fenêtre d'observations de onze jours sur notre échantillon global. L'hypothèse de rendements anormaux non nuls pour les acquéreurs suite à l'annonce d'une prise de contrôle est donc validée sur la fenêtre de trois jours entourant l'annonce.

Nous prenons par la suite notre échantillon global de 963 prises de contrôle que nous divisons selon que les opérations appartiennent à la sixième ou à la septième vague de fusions-acquisitions. En analysant les rendements anormaux cumulés des acquéreurs sur la fenêtre de trois jours entourant l'annonce de la prise de contrôle, nous constatons dans le tableau 5 ci-dessous, qu'ils sont positifs et significatifs à 1% pour la septième vague et à 5% pour la sixième. C'est également le cas pour la fenêtre de onze jours pour la septième vague. Lorsque nous élargissons la fenêtre d'observations à vingt et un jours, les rendements anormaux cumulés des acquéreurs ne sont plus significatifs quelque soit la vague dans laquelle nous nous trouvons. Notons qu'en supprimant les valeurs extrêmes de nos CAR, le problème du renversement ($CAR_{(-1,+1)} = 0.1253$ alors que $CAR_{(-5,+5)} = 0.0061$) ne se pose plus. Il n'y a donc plus de monotonie.

En prenant maintenant notre sous-échantillon qui comprend uniquement les fusions-acquisitions faisant intervenir des acquéreurs américains, nous constatons que les rendements anormaux cumulés des acquéreurs suite à l'annonce d'une prise de contrôle sont positifs mais non significatifs sur les trois fenêtres d'observations lorsque nous

enlevons les observations situées au-delà du centile 5 et 95. Le tableau 5 présente tous ces résultats.

Nous observons donc, pour l'ensemble de nos échantillon et sous-échantillons, sur une fenêtre de trois jours, une performance anormale positive pour les acquéreurs suite à l'annonce d'un regroupement comme attendue selon notre revue de la littérature et cela, même en ayant des acquéreurs appartenant à différents pays.

Tableau 5 : Rendements anormaux cumulés des acquéreurs

Ce tableau présente la moyenne et l'écart-type robuste des rendements anormaux cumulés des acquéreurs pour les fenêtres (-1, +1), (-5,+5) et (-10,+10) jours autour de la date d'annonce de la prise de contrôle pour (1) l'échantillon global comprenant les 6^e et 7^e vagues (2) l'échantillon global comprenant seulement la 6^e vague (3) l'échantillon global comprenant seulement la 7^e vague (4) le sous-échantillon n'incluant que les transactions impliquant des acquéreurs américains pour les 6^e et 7^e vagues de fusions et acquisitions. Les signes *, ** et *** indiquent que les coefficients sont significatifs à respectivement 10%, 5% et 1%. Précisons que les CAR ne sont pas en pourcentages dans le tableau suivant.

	Avec « outliers »		Sans « outliers »	
(1) Échantillon global : 6^e et 7^e vagues				
	CAAR	Écart-Type	CAAR	Écart-Type
CAR _(-1,+1)	0.0095**	0.0032	0.0074***	0.0022
CAR _(-5,+5)	0.0129*	0.0068	0.0074**	0.0031
CAR _(-10,+10)	0.0028	0.0095	0.0023	0.0040
N =	981		963	
(2) Échantillon global : 6^e vague				
	CAAR	Écart-Type	CAAR	Écart-Type
CAR _(-1,+1)	0.0073**	0.0034	0.0063**	0.0030
CAR _(-5,+5)	0.0180**	0.0086	0.0060	0.0043
CAR _(-10,+10)	0.0089	0.0095	0.0004	0.0058
N =	562		553	
(3) Échantillon global : 7^e vague				
	CAAR	Écart-Type	CAAR	Écart-Type
CAR _(-1,+1)	0.1253**	0.0060	0.009***	0.0033
CAR _(-5,+5)	0.0061	0.0111	0.0094**	0.0046
CAR _(-10,+10)	0.0054	0.0182	0.0066	0.0059
N =	419		410	
(4) Sous-échantillon : acquéreurs américains				
	CAAR	Écart-Type	CAAR	Écart-Type
CAR _(-1,+1)	0.0015**	0.0045	0.0028	0.0040
CAR _(-5,+5)	0.0222*	0.01420	0.0073	0.0054
CAR _(-10,+10)	0.01346	0.0150	0.0041	0.0071
N =	301		295	

5.2 Régression des moindres carrés ordinaires

Les résultats de la régression des moindres carrés ordinaires sont cohérents avec la plupart des théories que nous retrouvons dans la littérature. Nous exposons la régression des $CAR_{(-1,+1)}$ des acquéreurs tronqués de leurs valeurs extrêmes sur les variables explicatives pour notre échantillon global de 963 transactions dans le tableau 6. Le tableau 7, lui, présente les résultats de la régression des $CAR_{(-1,+1)}$ des acquéreurs dans laquelle les valeurs extrêmes des variables explicatives ont également été tronquées pour notre échantillon global de 963 transactions.

Dans notre échantillon global regroupant les sixièmes et septièmes vagues de fusions et acquisitions, lorsque seule notre variable dépendante est tronquée de ses valeurs extrêmes (observations au-delà des centiles 5 et 95), nous observons que trois variables explicatives de notre modèle (5) ont un effet significative sur les $CAR_{(-1,+1)}$ des acquéreurs. En effet, en analysant les caractéristiques des acquéreurs, nous observons que la variable ALEVIER, qui mesure le niveau d'endettement de la firme initiatrice, a un impact significativement négatif sur ses rendements anormaux contrairement à ce qu'avaient trouvé Maloney, Mc Cormick et Mitchell (1993). Une augmentation de un point de base du levier financier de l'acquéreur, entraîne une diminution de cinquante-quatre points de base des rendements anormaux cumulés de ces derniers. Il ne semblerait donc pas que, dans notre échantillon global, la dette améliore les prises de décisions managériales comme l'énonce la théorie des coûts d'agence.

Pour ce qui est du ratio *book-to-market* de l'acquéreur, il a une relation significativement négative avec les rendements anormaux de la firme initiatrice suite à l'annonce d'une prise de contrôle dans notre échantillon global. Cela signifie que plus ce ratio est élevé, plus la firme sera dites de « valeur », synonyme de mauvaises performances dans le passé, moins la performance anormale de l'acquéreur sera élevée. En effet, nous avons vu dans la revue de la littérature que les firmes de « valeur » étaient en général sanctionnées par le marché qui sous-évaluait ses titres à cause de ses mauvaises performances passées. Nos résultats ne corroborent pas ceux de Rau et Vermaelen (1998) qui ont trouvé une relation positive entre le ratio *book-to-market* de

l'acquéreur et ses performances anormales à cause du comportement « hubris » des dirigeants.

Pour ce qui est du ratio *book-to-market* des cibles, nous rejoignons la littérature pour notre échantillon global. En effet, comme Rau et Vermaelen, nous obtenons une relation positive entre cette variable et les rendements anormaux cumulés des acquéreurs. Plus le ratio *book-to-market* des cibles sera élevé, plus il sera caractéristique d'une firme de « valeur » entraînant ainsi une performance anormale supérieure pour les acquéreurs. Cela s'explique par le fait que les firmes de « valeur » seraient sous-évaluées par le marché et représenteraient donc un meilleur potentiel d'amélioration de la performance pour l'entité regroupée. Dans notre régression, une augmentation de un point de base du ratio *book-to-market* des cibles entraîne une hausse de 3 point de base des rendements anormaux cumulés des acquéreurs sur la fenêtre de trois jours.

Le tableau 7 présente, lui, les résultats de l'analyse de sensibilité pour les valeurs extrêmes de chacune des variables explicatives de la réaction du marché suite à l'annonce d'une prise de contrôle vis-à-vis de l'acquéreur. Étant donné que nous avons déjà enlevé les valeurs extrêmes des variables RELSIZE et CPERFP de notre modèle initial, nous ne le refaisons pas ici. Également, à la fin du tableau, le modèle X exclut l'ensemble des valeurs extrêmes des variables indépendantes et explicatives. Nous effectuons une analyse globale des résultats de cette étude de sensibilité en comparant principalement le modèle initial (5) au dernier modèle X.

Les variables explicatives COCDE, HOFSTEDE, VAGUE, PURCASH et MIXTE qui avaient un impact négatif sur les rendements anormaux cumulés des acquéreurs suite à l'annonce d'une prise de contrôle dans le modèle initial (5) ont maintenant un effet positif sur cette variable indépendante dans la régression avec notre modèle tronqué (X). À l'inverse, la variable CPERFP qui, elle, influençait positivement les $CAR_{(-1,+1)}$ ont maintenant une relation négative sur la variable dépendante du modèle tronqué. Notons également que les variables CPERFP, COCDE, RELSIZE, PURCASH et MIXTE deviennent significatives lorsque nous excluons les valeurs extrêmes des variables explicatives de notre modèle. Ces nouvelles significativités contribuent, pour

plusieurs variables, à rejoindre les hypothèses énoncées dans nos évidences empiriques en se basant sur la revue de littérature. En effet, PURCASH influence maintenant positivement les rendements anormaux des acquéreurs suite à l'annonce d'une prise de contrôle comme montré par Andrade, Mitchell et Stafford (2001). Cette méthode de paiement serait bien un moyen de véhiculer l'information que la firme est en bonne santé financière. Notre variable MIXTE devient également significativement positive. Cela peut s'expliquer par l'avantage fiscal possible uniquement lorsque les acquéreurs ne deviennent pas des actionnaires majoritaires de la cible dans le contexte de regroupements transfrontaliers. La variable HOFSTEDE qui exprime la distance culturelle entre le pays de la cible et celui de l'acquéreur devient significative et positivement liée aux rendements anormaux de l'acquéreur dans notre modèle tronqué (X). Cela est en désaccord avec les résultats annoncés dans la littérature. Barkma et *al.* (1996), avaient, eux, trouvé que les proximités culturelles et géographiques réduisaient les coûts d'information de l'acquisition, entraînant ainsi une meilleure performance anormale pour les acquéreurs après l'annonce de la prise de contrôle. Or, il semblerait que, dans notre échantillon avec notre modèle tronqué (X), plus les pays des firmes qui se regroupent ont une grande distance culturelle, plus les rendements anormaux des acquéreurs seront élevés. Aybar et Ficici (2009) étaient arrivés aux mêmes résultats que nous dans un contexte de regroupements impliquant des cibles appartenant à des économies émergentes. Enfin, COCDE a maintenant un effet positif sur la performance anormale de l'acquéreur ce qui signifie qu'une cible appartenant à un pays membre de l'OCDE sera susceptible d'avoir plus de ressources de qualité (Moeller et Chlingemann, 2005).

Nous constatons donc qu'il y a des changements, qui, pour certains, peuvent être notables, lorsque nous retranchons les valeurs extrêmes de l'ensemble de nos variables. La quasi-totalité des variables sont significatives une fois ce nettoyage effectué et certaines changent de signe, rejoignant ainsi les résultats énoncés dans la revue de la littérature.

Tableau 6 : Résultats – Déterminants des rendements anormaux cumulés des acquéreurs pour notre échantillon global

Ce tableau présente les résultats de la régression des moindres carrés ordinaires sur l'échantillon (1) total de 963 prises de contrôle regroupant les 6^e et 7^e. La variable dépendante est les rendements anormaux cumulés des acquéreurs sur une fenêtre de trois jours autour de l'annonce de la prise de contrôle. Nous présentons les coefficients ainsi que leur p-valeur. Les signes *, ** et *** indiquent que les coefficients sont significatifs à respectivement 10%, 5% et 1%. Précisons que les R² ajusté ne sont pas en pourcentages.

PURCASH indique si la transaction est réglée entièrement en espèces; MIXTE indique si la transaction est réglée par un mixte d'espèces et de titres de l'acquéreur; PROXIND renseigne sur la proximité industrielle des deux entreprises qui se réunissent; ABTM est le ratio *Book-to-Market* de l'acquéreur; CPERFP correspond à la performance passée de la cible; CBTM est ratio *Book-to-Market* de la cible; ECODIST représente la distance économique entre les pays des deux firmes qui se regroupent; COCDE indique si le pays de la cible est un membre de l'OCDE; HOFSTEDE mesure la distance culturelle entre les pays des deux entreprises qui se réunissent; ALEVIER représente le levier financier de la firme acquéreuse; RELSIZE mesure la taille de la cible relativement à celle de l'acquéreur; VAGUE indique si la transaction a lieu durant la 6^e ou la 7^e vague.

Variables	(2)		(3)		(4)		(5)	
	Coefficients	P-valeur	Coefficients	P-valeur	Coefficients	P-valeur	Coefficients	P-valeur
CPERFP	0.0110	0.658	0.0220	0.236	0.0212	0.247	0.0214	0.244
CBTM	0.0000	0.893	0.0002*	0.107	0.0002**	0.045	0.0003**	0.052
COCDE	0.0162	0.656	-0.0199	0.534	-0.0171	0.601	-0.0159	0.645
ABTM	-0.5256***	0.000	-0.5306***	0.000	-0.5351***	0.000	-0.5418***	0.000
ALEVIER	-0.0050***	0.000	-0.0048***	0.000	-0.0053***	0.000	-0.0054***	0.000
RELSIZE	0.0007	0.318	0.0001	0.822	0.0000	0.905	0.0001	0.853
PROXIND			0.0434	0.226	0.0468	0.164	0.0473	0.152
HOFSTEDE			-0.0032	0.161	-0.0029	0.202	-0.0024	0.322
VAGUE					-0.0092	0.405	-0.0111	0.471
PURCASH							-0.0124	0.471
MIXTE							-0.0143	0.749
Constante	0.1059***	0.008	0.1123**	0.033	0.1125**	0.207	0.1162**	0.031
R ² ajusté	0.4241		0.5427		0.5610		0.5516	
N	963							

Tableau 7 : Résultats - Déterminants des rendements anormaux cumulés des acquéreurs pour notre échantillon global et notre modèle tronqué des valeurs extrêmes des variables explicatives.

Ce tableau présente les résultats de la régression des moindres carrés ordinaires du modèle initial sur les rendements anormaux cumulés des acquéreurs sur la fenêtre -1, +1 jour autour de la date d'annonce de la transaction ($CAR_{(-1,+1)}$) pour notre échantillon global regroupant les 6^e et 7^e vagues de fusions et acquisitions. Nous présentons également les résultats de la régression tronquée dans laquelle les valeurs extrêmes de chacune des variables explicatives ont été retirées c'est-à-dire les valeurs se situant au-delà du centile 5 et 95. Le modèle X à la fin du tableau exclut les valeurs extrêmes de la variable dépendante ainsi que de l'ensemble des variables explicatives. Les signes *, ** et *** indiquent que les coefficients sont significatifs à respectivement 10%, 5% et 1%. Précisons que les R^2 ajusté ne sont pas en pourcentages.

Variables explicatives	Modèle initial	ABTM	CBTM	HOFSTEDE	ALEVIER	X
CPERFP	0.0214	0.0543	0.0235	0.0214	0.0406***	-0.0736**
CBTM	0.0003**	0.0035	0.0069	0.0003**	0.0114	0.0093***
COCDE	-0.0159	-0.0208	-0.0084	-0.0159	0.0612	0.2341***
ABTM	-0.5418***	-3.9063	-0.5648***	-0.5418***	-0.5652***	-129.9842*** Note
ALEVIER	-0.0054***	-0.0046**	-0.0056***	-0.0054***	0.0824	-0.3476***
RELSIZE	0.0001	-0.0001	0.0001	0.0001	0.0012	0.0025***
PROXIND	0.0473	0.0948	0.0492	0.0473	0.0309	0.0120
HOFSTEDE	-0.0024	-0.0017	-0.0021	-0.0024	0.0007	0.0015
VAGUE	-0.0111	-0.0050	-0.0181	-0.0111	-0.0181	0.0014
PURCASH	-0.0124	-0.0249	-0.0053	-0.0124	-0.0092	0.1013***
MIXTE	-0.0143	-0.0053	0.0162	-0.0143	0.0131	0.1072***
Constante	0.1162**	0.0390	0.0931	0.1162**	-0.0498	-0.0931***
R² ajusté	0.5516	0.4237	0.5596	0.5516	0.6414	0.8624
N	963	672	921	962	829	553

Note : Dans le modèle (X) tronqué de toutes les valeurs extrêmes que ce soit pour la variable dépendante ou pour les variables explicatives, le coefficient d'ABTM augmente considérablement ce qui peut laisser penser à un problème de spécificité. Nous sommes conscients qu'il s'agit là d'une limite à notre étude.

6. TESTS DE ROBUSTESSE

Nous procédons dans cette section à certains tests de robustesse afin d'évaluer la rigueur de nos résultats. Nous effectuons dans un premier temps un test de robustesse sur la variable dépendante de notre étude soit les rendements anormaux cumulés des acquéreurs sur la fenêtre d'observations de onze jours. Dans un deuxième temps, nous procédons à des régressions des moindres carrés ordinaires sur nos sous-échantillons des sixième et septième vagues de fusions et acquisitions.

6.1 Régression des moindres carrés ordinaires sur les $CAR_{(-5,+5)}$ dans notre échantillon global

Afin de tester la robustesse de nos résultats, nous avons effectué la même régression des moindres carrés ordinaires que dans notre modèle initial (5) mais cette fois-ci sur la variable dépendante $CAR_{(-5,+5)}$. Nous avons fait cette régression pour notre échantillon global.

Le tableau 8 présente les résultats de la régression des moindres carrés ordinaires pour la fenêtre $(-5,+5)$ pour l'échantillon global et le sous-échantillon. Le tableau 7 présente, lui, la régression des moindres carrés ordinaires pour la fenêtre $(-1,+1)$ pour l'échantillon global divisé par vagues.

Pour commencer, nous prenons notre échantillon global de 963 prises de contrôle regroupant les 6^e et 7^e vagues de fusions et acquisitions et nous comparons les résultats des moindres carrés ordinaires du modèle initial avec ceux du modèle utilisant les $CAR_{(-5,+5)}$ comme variable dépendante.

Certaines de nos variables explicatives telles que COCDE, HOFSTEDE et PURCASH impactent positivement les rendements anormaux des acquéreurs sur la fenêtre d'observations de onze jours alors que leur effet était de signe inverse sur la fenêtre de trois jours. Néanmoins, elles restent non significatives. Toutefois, CPERF et PROXIND qui n'étaient pas significatives dans notre modèle initial (5) utilisant les $CAR_{(-1,+1)}$ comme variable dépendante le deviennent lorsque nous prenons les $CAR_{(-5,+5)}$ comme variable à expliquer. À contrario, CBTM et ALEVIER qui impactaient

significativement les rendements anormaux des acquéreurs sur une fenêtre de trois jours ne sont plus significatifs sur la fenêtre de onze jours. Notons, enfin, que le R^2 ajusté pour la fenêtre de onze jours est plus petit que celui sur la fenêtre de trois jours : les variables explicatives lorsque le $CAR_{(-5,+5)}$ est notre variable dépendante expliquent 37.54% de ses variations (contre 55.16% avec les $CAR_{(-1,+1)}$).

6.2 Régression des moindres carrés ordinaires sur les $CAR_{(-1,+1)}$ dans nos sous-échantillons des sixième et septième vagues de fusions et acquisitions

Afin de tester la robustesse de nos résultats, nous comparons également les caractéristiques des sixième et septième vagues de fusions et acquisitions en divisant notre échantillon global en fonction de la vague à laquelle appartient chaque transaction. Nous avons par la suite fait la régression des moindres carrés ordinaires sur la variable dépendante $CAR_{(-1,+1)}$. Le tableau 9 présente les résultats de cette régression pour la fenêtre (-1,+1) jours pour l'échantillon global divisé par vagues.

Par manque de valeurs, nous n'avons pas de résultats pour la variable RELSIZE dans les sous-échantillons des 6^e et 7^e vague ni de résultats pour MIXTE dans le sous-échantillon de la 7^e vague.

Dans la 6^e vague, il y a uniquement la variable ALEVIER qui impacte significativement les rendements anormaux cumulés des acquéreurs suite à l'annonce d'une prise de contrôle. Son effet sur les $CAR_{(-1,+1)}$ est négatif comme c'était le cas dans notre échantillon global regroupant les deux vagues de fusions et acquisitions.

Pour la 7^e vague, c'est HOFSTEDE uniquement qui explique de façon significative les rendements anormaux des firmes initiatrices. Elle a un impact positif sur la variable explicative, ce qui contrairement aux résultats précédents dans la régression sur notre échantillon global, rejoint les études de Barkma et *al.* (1996). Ces derniers avaient trouvé que les proximités culturelles et géographiques réduisaient les coûts d'information de l'acquisition, entraînant ainsi une meilleure performance anormale pour les acquéreurs après l'annonce de la prise de contrôle.

Les coefficients des variables sont tous du même signe dans les deux vagues.

Nous remarquons que chaque vague de fusions et acquisitions ont des caractéristiques qui leurs sont propres.

Tableau 8 : Déterminants des rendements anormaux cumulés des acquéreurs sur la fenêtre (-5,+5) jours

Ce tableau présente les résultats de la régression des moindres carrés ordinaires sur l'échantillon total de 963 prises de regroupant les 6^e et 7^e vagues de fusions et acquisitions pour la fenêtre (-5,+5) jour. Nous présentons les coefficients ainsi que leur p-valeur. Les signes *, ** et *** indiquent que les coefficients sont significatifs à respectivement 10%, 5% et 1%. Précisons que les R² ajusté ne sont pas en pourcentages.

Variables	(2)		(3)		(4)		(5)	
	Coefficients	P-valeur	Coefficients	P-valeur	Coefficients	P-valeur	Coefficients	P-valeur
CPERFP	0.0588**	0.034	0.0965***	0.04	0.0932***	0.05	0.0725**	0.024
CBTM	0.0003**	0.014	0.0004**	0.045	0.0004**	0.039	0.0002	0.247
COCDE	0.0128	0.720	0.0233	0.718	0.0245	0.712	0.0352	0.603
ABTM	-0.1553***	0.000	-0.1400**	0.045	-0.1509**	0.048	-0.1511***	0.001
ALEVIER	-0.0010	0.715	-0.0013	0.574	-0.0015	0.540	-0.0019	0.467
RELSIZE	0.0006	0.457	0.0000	0.940	0.0000	0.965	0.0005	0.588
PROXIND			0.0873**	0.009	0.0888**	0.013	0.0875***	0.005
HOFSTDE			0.0011	0.754	0.0013	0.743	0.0013	0.732
VAGUE					-0.0039	0.859	-0.0124	0.382
PURCASH							0.0153	0.645
MIXTE							-0.0702	0.273
Constante	0.0202	0.610	-0.0456	0.643	-0.0455	0.642	-0.0543	0.584
R ² ajusté	0.1141		0.2573		0.2564		0.3754	
N	963							

Tableau 9 : Déterminants des rendements anormaux cumulés des acquéreurs – 6^e et 7^e vagues

Ce tableau présente les résultats de la régression des moindres carrés ordinaires sur le sous-échantillon de 553 prises de contrôle ayant eu lieu durant la 6^e vague (« 6^e vague ») ainsi que sur le sous-échantillon des 410 prises de contrôles ayant eu lieu durant la 7^e vague de fusions et acquisitions (« 7^e vague ») pour la fenêtre (-1,+1) jour. Nous présentons les coefficients ainsi que leur p-valeur. Les signes *, ** et *** indiquent que les coefficients sont significatifs à respectivement 10%, 5% et 1%. Par manque d'observations, la variable RELSIZE est omise dans nos deux sous-échantillons. La variable MIXTE est, elle, omise pour le sous-échantillon (2) pour les mêmes raisons. Précisons que les R² ajusté ne sont pas en pourcentages.

Variables	6 ^e vague						7 ^e vague					
	(2)		(3)		(5)		(2)		(3)		(5)	
	Coefficients	P-Valeur	Coefficients	P-Valeur	Coefficients	P-Valeur	Coefficients	P-Valeur	Coefficients	P-Valeur	Coefficients	P-Valeur
CPERFP	0.0423	0.359	0.0525	0.199	0.0641	0.119	-0.614	0.127	-0.0276	0.276	-0.242	0.336
CBTM	-0.0027	0.265	-0.0034*	0.055	-0.0028	0.178	-0.0008	0.565	0.0004*	0.060	-0.0002	0.654
COCDE	0.0099	0.772	0.0106	0.731	0.0164	0.587	0.0285	0.559	-0.0068	0.835	-0.0169	0.556
ABTM	-0.0753	0.287	-0.0844	0.219	-0.9883	0.152	-25.5235*	0.058	-10.2806	0.401	-8.4998	0.452
ALEVIER	-0.0063***	0.000	-0.0062***	0.000	-0.065***	0.000	0.0239	0.280	0.0052	0.783	0.0047	0.803
PROXIND			-0.0463	0.113	-0.0467	0.113			0.0243	0.245	0.0330	0.146
HOFSTEDE			-0.0004	0.780	0.0002	0.930			-0.0043***	0.006	-0.0042***	0.001
PURCASH					-0.0256	0.574					-0.0178	0.207
MIXTE					0.0502	0.864						
Constante	0.0309	0.233	0.0469	0.138	0.0502	0.130	1.5194*	0.058	0.6863	0.367	0.5933	0.399
R ² ajusté	0.1611		0.2409		0.2719		0.2813		0.4197		0.4583	
N	553						410					

7. CONCLUSION

Nos conclusions montrent qu'il y a effectivement création de valeur pour les actionnaires des firmes acquéreuses suite à l'annonce d'une prise de contrôle. En effet, les rendements anormaux cumulés des acquéreurs valent en moyenne 0.74% dans notre échantillon global et sont significatifs à 1%. Cela nous permet donc de valider l'hypothèse de rendements anormaux non nuls pour les acquéreurs sur la fenêtre de trois jours considérée ce qui contredit donc l'hypothèse d'efficience des marchés souligné par Kothari et Warner (2007).

En comparant les $CAR_{(-1,+1)}$ selon les années, nous remarquons un sommet pour l'année 2013 qui est le pic de la 7^e vague de fusions-acquisitions. Nos résultats montrent d'ailleurs que les rendements anormaux cumulés sont en moyenne significativement plus élevés pour la 7^e vague (0.9%) que pour la 6^e (0.6%).

Notre étude confirme donc que contrairement aux fusions-acquisitions classiques pour lesquelles nous observons une performance anormale des acquéreurs de -0.7% (Andrade, Mitchell et Stadfford, 2001), les regroupements transfrontaliers créent de la valeur pour les actionnaires des firmes acquéreuses comme énoncé par plusieurs auteurs (Doukas et Travlos, 1998; Kang, 1996; Markides et Ittner, 1994; Markides et Oyon, 1998) lorsque nous avons des fenêtres d'observations de trois et onze jours. Cependant, lorsque nous agrandissons notre fenêtre d'observations à vingt-et-un jours pour notre échantillon global de 963 prises de contrôle, nous ne pouvons plus valider l'hypothèse des rendements non nuls pour les acquéreurs suite à l'annonce d'un regroupement puisque les résultats perdent de leur significativité.

Nous avons pu également valider plusieurs hypothèses en ce qui concerne les déterminants de la réaction du marché par rapport aux acquéreurs suite à l'annonce d'une prise de contrôle. Si nous prenons notre échantillon global réunissant les 6^e et 7^e vagues de fusions et acquisitions et notre modèle (5) dans lequel seules les observations extrêmes des CAR ont été retirées, il ressort que les variables ALEVIER, ABTM et CBTM ont un impact significatif sur ces CAR sur la fenêtre de trois jours. En effet, ALEVIER, qui mesure le niveau d'endettement de la firme initiatrice, a un impact significativement négatif sur ses rendements anormaux contrairement à ce qu'avaient

trouvé Maloney, Mc Cormick et Mitchell (1993). Il ne semblerait donc pas que, dans notre échantillon global, la dette améliore les prises de décisions managériales comme l'énonce la théorie des coûts d'agence.

Pour ce qui est de la variable ABTM, il a une relation significativement négative avec les rendements anormaux de la firme initiatrice suite à l'annonce d'une prise de contrôle dans notre échantillon global. Ainsi, plus ce ratio est élevé, plus la firme sera dites de « valeur », synonyme de mauvaises performances dans le passé, moins la performance anormale de l'acquéreur sera élevé. En effet, nous avons vu dans la revue de la littérature que les firmes de « valeur » étaient en général sanctionnées par le marché qui sous-évaluait ses titres à cause de ses mauvaises performances passées. Nos résultats ne corroborent pas ceux de Rau et Vermaelen (1998) qui ont trouvé une relation positive entre le ratio *book-to-market* de l'acquéreur et ses performances anormales à cause du comportement « hubris » des dirigeants.

Enfin, pour ce qui est de la variable CBTM, nous rejoignons la littérature pour notre échantillon global. En effet, comme Rau et Vermaelen, nous obtenons une relation positive entre cette variable et les rendements anormaux cumulés des acquéreurs. Plus le ratio *book-to-market* des cibles sera élevé, plus il sera caractéristique d'une firme de « valeur » entraînant ainsi une performance anormale supérieure pour les acquéreurs. Cela s'explique par le fait que les firmes de « valeur » seraient sous-évaluées par le marché et représenteraient donc un meilleur potentiel d'amélioration de la performance pour l'entité regroupée.

Cependant, lorsque nous faisons des tests de robustesse sur notre variable dépendante en utilisant différentes fenêtre d'observation ou encore en faisant une analyse de sensibilité sur l'ensemble de nos variables, certains de leurs coefficients changent de signe et d'autres voient leur significativité bouger. Ce sont maintenant CPERFP, CBTM, COCDE, ABTM, ALEVIER, RELSIZE, PURCASH et MIXTE qui ont un impact significatif sur la variable dépendante dans notre modèle tronqué (X).

Nous savons donc que cette étude comporte certaines limites. Premièrement, la base de données analysée comprend des acquéreurs et des cibles provenant de différents pays alors que la plupart des études se concentrent uniquement sur les firmes initiatrices

américaines. Également, nous avons une base de données étendue allant de 2003 à 2015. Afin de minimiser l'effet du temps sur nos résultats, nous avons appliqué un *fixed effect* à notre base de données en panel. Nous notons également un possible problème de spécificité pour notre variable ABTM dont le coefficient augmente considérablement dans notre modèle (X) qui est tronqué de toutes les valeurs extrêmes pour l'ensemble des variables. Une des limites de cette étude aussi est une des hypothèses de notre étude qui est à la base de notre analyse, celle de la normalité des rendements. En effet, celle-ci n'est pas toujours respectée comme mentionné par Brown et Warner (1985) puisque les rendements anormaux journaliers, que nous utilisons dans notre étude, ont moins une distribution normale que les rendements anormaux mensuels. Pour terminer, il pourrait y avoir de l'endogénéité dans nos résultats dû à des variables omises. En effet, nous n'avons par exemple pas inclus le statut de la cible dans notre régression étant donné que la quasi-totalité des firmes acquises étaient publiques. Cela vient du fait que les rendements boursiers sont accessibles beaucoup plus facilement pour les firmes cotées en bourse que pour les entreprises privées. Étant donné que les rendements boursiers sont à la base de l'analyse d'une étude événementielle, notre échantillon a pu souffrir d'un biais. Nous aurions pu aussi prendre les flux monétaires libres qui est une variable souvent prise en considération dans la littérature pour expliquer la performance anormale après une prise de contrôle. Cependant, le manque de données disponibles pour nos acquéreurs nous a obligés à abandonner cette variable dans notre régression. Néanmoins, malgré ces variables omises entraînant un possible cas d'endogénéité, notre modèle initial explique à 55.16% les rendements anormaux cumulés des acquéreurs dans notre échantillon global et notre modèle tronqué de toutes les valeurs extrêmes des variables dépendantes et explicatives 86.24%.

Bibliographie

Ahern, R., D. Daminelli, C. Fracassi, 2012. Lost in translation? The effect of cultural values on mergers around the world. *Journal of Finance* 117, 165-189.

Al-Sharkas, A., 2007. The Impact of Mergers and Acquisitions on the Efficiency of the US Banking Industry: Further Evidence. *Journal of Business Finance & Accounting* 35, 50-70.

Andrade, G., M. Mitchell et E. Stafford, 2001. New Evidence and Perspectives on Mergers. *Journal of Economic Perspectives* 15, 103-120.

Asquith, P., R.F. Bruner, D.W. Mullins, 1990. Merger returns and the form of financing. *Working Paper, Federal Reserve Board*.

Aybar, B. et A. Ficici, 2009. Cross-border acquisitions and firm value: An analysis of emerging-market multinationals. *Journal of International Business Studies* 40, 1317-1338.

Baghat, S., S. Malhotra et P. Zhu, 2011. Emerging country cross-border acquisitions: Characteristics, acquirer returns and cross-sectional determinants. *Emerging Markets Review* 12, 250-271.

Barkema, H.G., J.H.J Bell et J.M.E Pennings, 1996. Foreign entry, cultural barriers and learning. *Strategic Management Journal*, 151-166.

Berger, P.G et E. Ofek, 1995. Diversification's effect on firm value. *Journal of Financial Economics* 37, 39-65.

Betton, S., B.E. Eckbo et K.S. Thorburn, 2008. Corporate Takeovers. *Handbook of Corporate finance: Empirical corporate finance* 2, 291-430.

Bhagat, S., M. Dong, D. Hirshleifer et R. Noah, 2005. Do tender offers create value? New methods and evidence. *Journal of Financial Economics* 76, 3-60.

Brown, D.T. et M.D. Ryngaert, 1991. The Mode of Acquisition in Takeovers: Taxes and Asymmetric Information. *The Journal of Finance* 46, 653-669.

Brown, S. J. et J.B. Warner, 1985. Using daily stock returns: The case of event studies. *Journal of Financial Economics* 14, 3-31.

Buckley, P.J., L.J. Clegg, A.R. Cross, X. Liu, H. Voss et P. Zheng, 2007. The determinants of Chinese outward foreign direct investment. *Journal of International Business Studies* 38, 499-518.

Cakici, N., C. Hessel, K. Tandon, 1996. Foreign acquisitions in the United States: Effect on shareholder wealth of foreign acquiring firms. *Journal of Banking & Finance* 20, 307-329.

Campbell, J.Y., A.W. Lo, et A.C. MacKinlay, 1997. *The Econometrics of Financial Markets*. Princeton, New Jersey: Princeton University Press.

- Chang, S., 1998. Takeovers of Privately Held Targets, Method of Payment, and Bidder Returns. *The Journal of Finance* 53, 773-784.
- Clayman, M. R., M. S. Fridson, G. H. Troughton. 2008. *Corporate Finance: A Practical Approach Workbook*. Wiley. 480.
- Conn, R. L., A. Cosh, P. M. Guest et A. Hughes. 2005. The Impact on UK Acquirers of Domestic, Cross-border, Public and Private Acquisitions. *Journal of Business Finance & Accounting* 32, 815-870.
- Datta, D. K et G. Puia, 1995. Cross-border Acquisitions: An Examination of Relatedness and Cultural Fit on Shareholder Value Creation in I.S Acquiring Firms. *Management International Review* 35, 337-359.
- Dyckman, T., D. Philbrick et J. Stephen, 1984. A comparison of Event Study methodologies Using Daily stock Returns: A simulation Approach. *Journal of Accounting Research* 22, 1-30.
- King, D.R., et J.D. Driessnack, 2003. Investigating the Integration of Acquired Firms in High-technology Industries: Implications for Industrial Policy. *Acquisition Review Quarterly*, 260-283.
- DeLong, G., 2001. Stockholder gains from focusing versus diversifying bank mergers. *Journal of Financial Economics* 59, 221-252.
- Denis, D.J., D.K. Denis, et K. Yost, 2002. Global diversification, industrial diversification and firm value. *Journal of Finance* 57, 1951-1979.
- Doukas, J., et N.G. Travlos, 1988. The Effect of Corporate Multinationalism on Shareholders' Wealth: Evidence from International Acquisitions. *The Journal of Finance* 43, 1161-1175.
- Eckbo E. et K. Thornburn, 2000. Gains to Bidder Firms Revisited: Domestic and Foreign Acquisitions in Canada. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 35, 1-25.
- Eckbo, B.E., R.M. Giammarino, et R.L. Heinkel, 1990. Asymmetric Information and the Medium of Exchange in Takeovers: Theory and Tests. *The Review of Financial Studies* 3, 651-675.
- Finyear (2015). *Les fusions-acquisitions transfrontalières pourraient atteindre des sommets en 2015*, Quotidien innovation finance. Récupéré le 23 juillet 2015 www.finyear.com/Les-fusions-acquisitions-transfrontalieres-pourraient-atteindre-des-sommets-en-2015_a34300.html
- Frank, J., R. Harris et T. Sheridan, 1991. The postmerger share-price performance of acquiring firms. *Journal of Financial Economics* 29, 81-96.
- Fuller, K., J. Netter, et M. Stegemoller, et 2002. What Do Returns to Acquiring firms tell Us? Evidence From Firms That Make Many Acquisitions. *The Journal of Finance* 57, 1763-1794.
- Ghemamat, P., 2001. Distance Still Matters: The Hard Reality of Global Expansion. *Harvard Business Review* 79, 137-147.
- Ghosh, A., 2001. Does Operating Performance Really Improve Following Corporate Acquisitions? *Journal of Corporate Finance* 7, 151-178.

- Hackbarth, D., et E. Morellec, 2008. Stock Returns in mergers and Acquisitions. *The Journal of Finance* 63, 1213-1252.
- Hansen, R.G., et J.R. Lott, 1996. Externalities and Corporate Objectives in a World with Diversified Shareholder/Consumers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31, 43-68.
- Harris, R. S., et D. Ravenscraft, 1991. The role of acquisitions in foreign direct investment: Evidence from the US stock market. *The Journal of Finance* 46, 825-844.
- Healy, P.H., K.G. Palepu, R.S. Ruback, 1992. Does Corporate Performance Improve After Mergers. *Journal of Financial Economics* 31, 135-175.
- Healy, P.H, K.G. Palepu et R.S Ruback, 1997. Which Takeovers are Profitable? Strategic of Financial? *Sloan Management Review*, 45-57.
- Hofstede, G., B. Neuijen, D. D. ohayv, G. Sanders, 1990. Measuring Organizational Cultures: A Qualitative and Quantitative study Across Twenty Cases. *Administrative Science Quarterly* 35, 286-316.
- Huang, Y.-S., et R.Awalking, 1987. Target abnormal returns associated with acquisition announcements : Payment, acquisition form and managerial resistance. *Journal of Financial Economics* 19, 329-350.
- Jensen, M., 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance and akeovers. *American Economic Review* 76, 323-329.
- Jensen, M. C. et W. H. Meckling 1976. Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3, p.305-360.
- Jovanic, B., et S. Braguinsky, 2002. Bidder Discounts and Target Premia in Takeovers. *American Economic Review* 94, 46-56.
- Kang, J., 1993. The International Market for Corporate Control: Mergers and Acquisitions of US Firms by Japenese Firms. *Journal of Financial Economics* 34, 345-371.
- Kim, C., et C. Pantzalis, 2003. Global/Industrial diversification and analyst herding. *Financial Analysts Journal* 59, 69-79.
- Kiyamaz, H., et H.K. Baker, 2008. Short-Term Performance, Industry Effects, and Motives: Evidence from Large M&As. *Quarterly Journal of Finance and Accounting* 47, 17-44.
- Kothari, S.P., et J.B. Warner, 2007. Econometrics of Event Studies. *Handbooks in Finance* 1, 3-36.
- Lakonishok, J., A. Shleifer et R.W. Vishny, 1994. Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk. *The Journal of Finance* 49, 1541-1578.
- Loderer, C., K. Martin, 1992. Postacquisition performance of acquiring firms. *Financial Manage Autumn*, 69-79.

- MacKinlay, A.C., 1997. Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature* 35, 13-39.
- Maloney, M.T., R.E. McCormick et M.L. Mitchell, 1993. Managerial Decision Making and Capital. *The Journal of Business* 66, 189-217.
- Maquiera, C., W. Megginson et L. Nail, 1998. Wealth Creation versus wealth redistributions in pure stock-for-stock merger. *Journal of Financial Economics* 48, 3-33.
- Markides, C. et C. Ittner, 1994. Shareholder Benefits from Corporate International Diversification: Evidence from U.S International Acquisitions. *Journal of International Business Studies* 25, 343-365.
- Markides, C., et D. Oyon, 1998. International acquisitions: Do they create value for shareholders? *European Management Journal* 16, 125-135.
- Martin, K.J., et J.J. McConnell, 1991. Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover. *The Journal of Finance* 46, 671-687.
- Moeller, S.B., et F.P. Schlingemann, 2005. Global diversification and bidder gains: A comparison between cross-border and domestic acquisitions. *Journal of Banking and Finance* 29, 533-564.
- Moeller, S., F. Schlingeman, et R. Stulz, 2004. Firm Size and the Gains from Acquisitions. *Journal of Financial Economics* 73, 201-228.
- Morck, R., A. Shleifee, et R.W.Vishny, 1990. Do managerial objectives drive bad acquisitions? *Journal of Finance* 45, 31-48.
- Myers, S.C. et N.S Maljuf, 1984. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics* 13, 187-222.
- Powell, R.G., et A.W. Starck, 2005. Does operating performance increase post-takeover for UK takeovers? A comparison of performance measures and benchmarks. *Journal of Corporate Finance* 11, 293-317.
- Rau, P.R et T. Vermaelen, 1998. Glamour, Value and the Post-Acquisition Performance of Acquiring Firms. *Journal of Financial Economics* 49, 223-253.
- Roll R., 1986. The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of Business* 59, 197-216.
- Schleifer, A., R.W.Vishny, 1989. Management Entrenchment. *Journal of Financial Economics* 25, 123-139.
- Schwert, G.W., 1996. Markup Pricing in Mergers and Acquisitions. *Journal of Financial Economics* 41, 153-162.
- Schwert W., 2000. Hostility in Takeovers: In the eyes of the beholder? *The Journal of Finance* 55, 2599-2640.
- Servaes, H., 1991. Tobin's Q and the Gains from Takeovers. *Journal of Finance* 46, 409-419.

Sudarsanam, S. et A. Mahate, 2003. Glamour Acquirers, Method of Payment and Post-Acquisition Performance: The UK Evidence. *Journal of Business Finance & Accounting* 30, 299-341.

Travlos, N., 1987. Corporate takeover bids, method of payment and bidding firm's stock returns. *Journal of Finance* 42, 943-963.

Tsang, E.W.K. et P.S.L. Yip, 2007. Economic Distance and The Survival of Foreign Direct Investments. *The Academy of Management Journal* 50, 1156-1168.

Uhlenbruck, K., M.A. Hitt et M. Semadeni, 2006. Market Value Effects of Acquisitions Involving Internet Firms: A Resource-based Analysis. *Strategic Management Journal* 27, 899-913.

Vermeulen, F., and H. Barkema, 2001. Learning Through Acquisitions. *The Academy of Management Journal* 44, 457-476.