

Investissements français aux États-Unis, stratégies de croissance externe et réactions du marché boursier

Pierre-Xavier MESCHI
Université de la Méditerranée
Emmanuel METAIS
Groupe Edhec

Classification JEL : G390, L190

Correspondance :

Emmanuel Métais
Edhec, Département Management & Stratégie
58, rue du Port, 59046 Lille Cedex
Email : emmanuel.metais@edhec.edu

Résumé : L'objectif de cet article est d'évaluer la réaction des marchés boursiers suite à l'annonce d'investissements directs par des entreprises françaises aux États-Unis. L'étude empirique se fonde sur une méthodologie d'étude d'événements, associés à l'annonce d'acquisitions de firmes américaines par des entreprises françaises et à la création de co-entreprises franco-américaines. L'annonce d'investissements français aux États-Unis se traduit par des rendements anormaux moyens cumulés positifs. Ces analyses mettent à jour les stratégies de croissance externe des entreprises françaises aux États-Unis, qui créent le plus de valeur pour l'actionnaire, et précisent la logique des marchés boursiers au regard de ces investissements.

Mots clés : investissement direct français aux États-Unis – stratégie de croissance externe – valeur « actionnaire » – rendements anormaux.

Abstract : The aim of this article is to provide research insights on the viability of French Direct Investment in the United States. On the basis of an event study methodology, this article presents empirical observations of the French Stock Market's reaction to the announcements of French takeovers of US firms, of the formation of US-French joint ventures, and of the setting up of French subsidiaries. The favourable, unfavourable or indifferent stock market reactions indicate the types of investment which create or destroy value for shareholders. Moreover, this research points out the rationale of the French stock market regarding French direct Investments in the United States.

Key words : French direct investment in the US – internationalisation strategies – shareholder value – abnormal returns.

Le 23 novembre 2000, Danone renonçait à acquérir Quaker Oates pour 15 milliards de \$. Tout le monde s'accordait pourtant à reconnaître que la manœuvre était cohérente à long terme, laissant entrevoir de nombreuses synergies, tant en termes de métiers que de positionnement géographique. Le seul motif qui a incité Danone à ne pas effectuer cet investissement prometteur aux États-Unis a été la pression des marchés boursiers. En effet, la rentabilité de Danone aurait probablement été affectée par ce choix stratégique pendant 2 à 3 ans, et les marchés ont sanctionné à la baisse les rumeurs de rachat de Quaker Oates (qui a finalement été repris par PepsiCo). Cet exemple illustre l'influence prédominante qu'ont désormais les marchés boursiers sur les décisions managériales, la création de valeur pour l'actionnaire étant devenue un véritable *credo*.

Si la globalisation et l'internationalisation des entreprises sont considérées comme inéluctables et sources de création de richesse, les recherches sur ce thème présentent des résultats très variés, en montrant parfois que les manœuvres internationales ne créent pas plus de valeur pour l'actionnaire que des manœuvres domestiques (Fatemi 1984 ; Lesnard 1995 ; Merchant et Schendel 2000). Ce paradoxe nous a incités à évaluer dans quelle mesure les investissements français aux États-Unis étaient créateurs de valeur pour l'actionnaire. Plus précisément, en mobilisant une méthodologie centrée sur la mesure des rendements anormaux associés à une annonce d'événement, nous avons mesuré l'impact de plusieurs formes d'investissements français Outre-Atlantique sur la période janvier 1993 – octobre 2000.

1. Annonces d'investissements, caractéristiques des stratégies de croissance externe et rendements anormaux : analyse de la littérature et hypothèses de recherche

Woolridge et Snow (1990) ont constaté que les annonces d'investissements, quels qu'ils soient, se traduisent globalement par des rendements anormaux positifs. Toutefois, de nombreuses recherches précisent cette relation globale, selon le type d'investissement effectué et les caractéristiques des stratégies de croissance mises en œuvre.

Avant de présenter ces recherches et de formuler nos hypothèses, il convient de préciser deux précautions préalables :

- ces recherches ont été menées à des époques différentes ;
- ces recherches ont été menées sur des zones géographiques différentes.

1.1. Type de manœuvre de croissance

Le type de manœuvre renvoie aux voies de croissance qu'une entreprise peut choisir pour se développer aux États-Unis : concentration, diversification ou intégration. La littérature révèle, globalement, une meilleure performance des manœuvres concentriques et reliées. Cette affirmation est supportée par deux grands courants théoriques de la recherche en management. D'une part, les travaux sur la « *relatedness* » (Rumelt 1974 ; Prahalad et Bettis 1986) montrent que les diversifications reliées sont plus performantes que les diversifications non reliées. D'autre part, l'approche fondée sur les ressources repose sur le principe qu'au fil du temps, une entreprise a tout intérêt à fonder son développement sur quelques ressources clés qu'elle maîtrise parfaitement (Peteraf 1993).

Les travaux sur les rendements anormaux associés aux différents types de manœuvres confirment globalement ces conclusions. Plus les manœuvres sont éloignées du métier de base, plus les rendements anormaux sont faibles (Woolridge et Snow 1990 ; Gregory 1997). Deux exceptions : dans le cas de diversifications conglomerales pures¹ (Wansley et al. 1983), et dans le cas de diversifications internationales (Doukas et Travlos 1988). Morck et al. (1990) ont montré que les fusions/acquisitions de diversification créent des rendements anormaux plus faibles et Gregory (1997) que les diversifications reliées produisent des rendements anormaux plus élevés que les diversifications non reliées. L'ensemble de ces considérations nous conduit à formuler l'hypothèse suivante :

Hypothèse 1 : Les rendements anormaux liés aux annonces d'investissement français aux États-Unis se distinguent de manière si-
--

¹ Il est intéressant de noter que, sur la période de notre étude, nous n'avons relevé aucune diversification conglomerale pure d'une entreprise française aux USA.

gnificative selon le type de manœuvre de croissance : les rendements anormaux sont les plus élevés pour les manœuvres concentriques et les plus faibles pour les diversifications (l'intégration verticale étant considérée comme une forme de diversification non reliée).

1.2. Mode de croissance externe

Le mode de croissance externe renvoie au choix entre deux opérations distinctes tant au niveau de la forme juridique que de l'intensité du contrôle mais dont l'objectif commun est d'assurer aux entreprises françaises une implantation aux États-Unis, et cela en s'appuyant sur une entreprise locale : il s'agit de la coentreprise et de l'acquisition.

1.2.1. Acquisitions

Les recherches menées sur les rendements anormaux associés aux fusions/acquisitions convergent vers un paradoxe : les rendements anormaux à court terme associés aux acquisitions sont positifs, alors que par ailleurs, les résultats à long terme montrent que les fusions/acquisitions ne créent pas de valeur pour les actionnaires des entreprises acquérees. Sur le marché boursier américain, les rendements anormaux constatés au moment de l'annonce sont positifs (Barnes 1984 ; Cartwright et al. 1987 ; Huang et Walkling 1987 ; Doukas et Travlos 1988 ; Jennings et Mazzeo 1991), ceux-ci pouvant atteindre de +10 à +20 % (Wansley et al. 1983). Sur le marché boursier français, les résultats obtenus sont mitigés : certaines études constatent que les rendements anormaux sont positifs mais non statistiquement significatifs (Navatte 1978 ; Husson 1990 ; Albouy 2000) ; d'autres enregistrent des résultats plus significatifs mais dans le contexte plus particulier des acquisitions complémentaires (Hubler et Meschi 2000) Cependant, ces constats doivent être relativisés, selon quatre aspects :

- toutes les recherches concluent à une très faible création de valeur pour les actionnaires de l'entreprise acquéreuse, voire à une destruction de valeur, quels que soient le secteur et l'époque (Franks et Broyles, Hecht 1977 ; Gregory 1997). Le constat est le même pour différents pays : États-Unis, Grande-Bretagne (Limmack 1991), Japon (Pettway et Yamada 1986). La création de valeur pour les actionnaires de l'entreprise cible est plus importante que pour les actionnaires de l'entreprise acquéreuse ;
- dans le temps, les rendements anormaux deviennent très négatifs, surtout pour l'acquéreur (Pettway et Trifts 1985 ; Mathur et De 1989). Gregory (1997) montre que deux ans après l'acquisition, les rendements

anormaux sont significativement négatifs pour l'acquéreur. De même, Barnes (1984) montre que si les rendements anormaux au moment d'une annonce d'acquisition sont importants, ils diminuent ensuite, selon lui pour deux motifs : le manque d'information et la non-atteinte des objectifs initiaux ;

– les marchés anticipent les annonces de fusion/acquisition. Ainsi, Franks et *al.* (1977) ont constaté que les rendements anormaux sont de +26 % dans les quatre mois précédant la fusion. De même, Song et Walkling (2000) ont observé des rendements anormaux sur des entreprises cibles potentielles ;

– par ailleurs, certaines caractéristiques de l'offre semblent avoir un impact significatif sur les rendements anormaux : ainsi le paiement « en cash » crée des rendements anormaux supérieurs à un paiement en actions (Huang et Walkling 1987), de même que les offres hostiles par rapport aux offres amicales (Huang et Walkling 1987 ; Gregory 1997).

En conclusion, il apparaît que si les acquisitions ne créent pas voire détruisent de la valeur à long terme pour les actionnaires, c'est probablement parce que la création de valeur pour l'actionnaire n'est pas l'objectif premier du dirigeant qui entreprend une acquisition (Jennings et Mazzeo 1991).

1.2.2. Acquisitions internationales

Les résultats concernant les opérations internationales sont similaires à ceux propres aux opérations nationales. La dimension internationale n'apporte pas un supplément de rendements anormaux, que ce soit pour les acquisitions (Wansley et *al.* 1983) ou pour les coentreprises (Finnerly et *al.* 1986). Les rendements anormaux sont négatifs et proches de zéro pour l'acheteur, et positifs et très différents de zéro pour l'entreprise acquise (Gagnon et *al.* 1982 ; Mathur et *al.* 1989). Seuls Markides et Oyon (1998) constatent que les acquisitions internationales effectuées par des entreprises américaines génèrent des rendements anormaux positifs, faibles toutefois.

Par ailleurs, les études apportent des précisions par rapport à trois dimensions. Première dimension, la zone géographique semble avoir un impact significatif. Ainsi, plusieurs recherches montrent que la zone géographique détermine le niveau des rendements anormaux (Cheng et

Chan 1995 ; Lessard 1995). Ainsi, selon Yook et McCabe (1996), les acquisitions d'entreprises étrangères par des entreprises américaines créent des rendements anormaux positifs. Plus précisément, les acquisitions menées par des entreprises américaines en Europe continentale génèrent des rendements anormaux positifs, alors que les acquisitions menées par des entreprises américaines au Canada et en Grande-Bretagne n'en génèrent pas (Markides et Oyon 1998). Selon Cybo-Ottone et Murgia (2000), les rendements anormaux associés à des acquisitions dans le secteur européen de la banque sont supérieurs si les protagonistes sont de même nationalité. Par ailleurs, Conn et Connell (1990) ont constaté que les rendements anormaux pour des entreprises anglaises achetées étaient de 50 % inférieurs aux rendements anormaux pour des entreprises américaines achetées. Peu de règles semblent cependant se dégager au-delà de ces exemples, si ce n'est l'influence d'indicateurs tels que le niveau de risque politique (Mathur et al. 1989), le taux de change (Mathur et al. 1989), et le niveau de développement du pays (Doukas et Travlos 1988 ; Morck et Yeung 1991). Seule l'étude de Ding et Sun (1997) montre que les rendements anormaux issus d'investissements directs à l'étranger effectués par des entreprises singapouriennes ne dépendent pas du pays dans lequel est effectué l'investissement ; cette étude ne concerne cependant pas exclusivement les fusions/acquisitions. Dernier critère, le développement du pays dans lequel s'opère la fusion/acquisition. Selon Doukas et Travlos (1988), moins le pays est développé, plus les rendements anormaux sont élevés.

Deuxième dimension, l'expérience de l'international et du marché géographique détermine le niveau des rendements anormaux consécutifs à l'annonce d'une acquisition internationale. La littérature présente des résultats contradictoires. Selon Doukas et Travlos (1988), les rendements anormaux générés par une stratégie d'internationalisation sont inversement proportionnels à l'expérience de l'entreprise : les rendements anormaux les plus élevés sont observés pour des entreprises qui s'implantent dans des pays dans lesquels elles ne sont pas déjà implantées, ou bien pour des entreprises dont c'est le premier investissement hors des frontières de son marché domestique. En outre, une acquisition effectuée par une entreprise dans un pays dans lequel elle est déjà implantée génère des rendements anormaux négatifs faibles. En revanche, selon Markides et Oyon (1998), les rendements anormaux associés à

des acquisitions internationales sont positivement corrélés à l'expérience internationale de l'entreprise acquéreuse ; en particulier les rendements anormaux dépendent de la possession de ressources intangibles permettant d'exploiter la nouvelle acquisition (Morck et Yeung 1991 ; Markides et Oyon 1998).

Troisième dimension, les voies des acquisitions internationales (spécialisation ou concentration, diversification reliée ou non) semblent générer des rendements anormaux différenciés. Ainsi, selon Doukas et Travlos (1988), les rendements anormaux liés à l'annonce d'une acquisition internationale sont plus élevés en cas de diversification industrielle. Ce résultat est confirmé par Cybo-Ottone et Murgia (2000), qui montrent que les rendements anormaux associés aux fusions/acquisitions dans le secteur bancaire européen sont supérieurs si les banques annoncent une diversification dans l'assurance et inférieurs lorsqu'une banque annonce l'acquisition d'une banque de dépôt. Cependant, les diversifications reliées produisent des rendements anormaux supérieurs aux diversifications non reliées (Cheng et Chan 1995 ; Markides et Oyon 1998). Par ailleurs, dans le cas de diversifications internationales, le degré d'intensité concurrentielle dans le pays de l'entreprise cible est également déterminant : plus l'intensité concurrentielle est forte, plus les rendements anormaux sont faibles (Fatemi 1984).

1.2.3. Coentreprises ou « joint ventures »

Les résultats concernant les coentreprises sont mitigés. Ainsi, certaines recherches mettent en évidence une absence de rendements anormaux significatifs suite à l'annonce de la création de coentreprises (Finerty et al. 1986 ; Das et al. 1998). En outre, Merchant et Schendel (2000) montrent que les critères traditionnels de création de valeur « actionnariale » par les coentreprises internationales (« *relatedness* » entre partenaires, expérience des coentreprises, taille, culture nationale, risque politique) ne sont pas significatifs. À l'inverse, d'autres constatent que les rendements anormaux associés aux coentreprises sont positifs et significatifs (McConnell et Nantell, 1985 ; Koh et Venkatraman 1991 ; Balakrishnan et Kosa, 1993 ; Anand et Khanna 2000). Outre ces derniers résultats, la coentreprise semble être le mode de développement qui produit les rendements anormaux les plus élevés, notamment

par rapport aux acquisitions et au développement interne (Woolwridge et Snow, 1990 ; Crutchley et al. 1991 ; Balakrishnan et Kosa 1993). Par ailleurs, les gains apparaissent plus élevés pour le plus petit des deux partenaires (McConnell et Nantell 1985 ; Koh et Venkatraman 1991 ; Das et al. 1998), pour le moins profitable des deux partenaires (Das et al. 1998) et pour un degré de « *relatedness* » élevé, entre les parents ou entre le parent et la coentreprise (Koh et Venkatraman 1991).

L'expérience influence significativement et positivement les rendements anormaux associés à une coentreprise (Anand et Khanna 2000). Ces effets liés à l'expérience sont supérieurs pour une coentreprise de R&D à ceux d'une coentreprise marketing, confirmant les résultats de Das et al. (1998).

1.2.4. Synthèse sur le mode de croissance externe

La littérature démontre clairement que les acquisitions ne créent pas de valeur pour les actionnaires de la firme acheteuse. Les explications théoriques sont relativement nombreuses : coûts d'agence (Ravenscraft et Scherer 1987), surtout à l'international ; concurrence entre les acheteurs (Bradley et al. 1988) ; enjeux personnels des dirigeants (Jensen 1986 ; Mitchell et Lehn 1990). À l'opposé, les coentreprises apparaissent comme étant les modes de développement les plus créateurs de valeur pour l'actionnaire (McConnell et Nantell, 1985 ; Woolwridge et Snow 1990 ; Crutchley et al. 1991 ; Balakrishnan et Kosa 1993), en particulier si le coût des actifs complémentaires est important (Balakrishnan et Kosa 1993) et si le niveau de contrôle est élevé. Ces considérations nous permettent de formuler les hypothèses suivantes :

Hypothèse 2a : les rendements anormaux liés aux annonces d'investissement français aux États-Unis se distinguent de manière significative selon le mode de croissance : les rendements anormaux sont les plus élevés pour les coentreprises et les plus faibles pour les acquisitions.

Hypothèse 2b : pour les coentreprises, les rendements anormaux se distinguent de manière significative selon la répartition du capital entre les partenaires : les rendements anormaux sont les plus élevés pour les coentreprises à structure majoritaire française et les plus faibles pour les coentreprises à structure majoritaire américaine.

1.3. Type de compétences acquises ou partagées

Le type de compétences renvoie aux caractéristiques des ressources que l'entreprise cherche à acquérir (cf. acquisition) ou à développer (cf. coentreprise) en s'implantant aux États-Unis. La littérature nous permet de distinguer deux types majeurs de ressources : commerciales ou marketing et industrielles. Cette distinction est en effet souvent reprise (Balakrishnan et Kosa 1993 ; Das et al. 1998), car le type de compétences semble affecter de manière différenciée les rendements anormaux. Globalement, l'acquisition de compétences technologiques apparaît mieux valorisée par le marché que l'acquisition de compétences de type marketing (réseau de distribution, ventes en commun, publicité, promotion...). Ces résultats nous amènent à formuler l'hypothèse suivante :

Hypothèse 3: les rendements anormaux liés aux annonces d'investissement français aux États-Unis se distinguent de manière significative selon le type de compétences acquises ou partagées : les rendements anormaux sont les plus élevés pour les compétences industrielles et les plus faibles pour les compétences commerciales.

1.4. Expérience du marché et dans le mode de croissance externe

L'expérience est une source fondamentale d'apprentissage pour les entreprises (Penrose 1959 ; Cyert et March 1962 ; Argyris et Schön 1978). Au-delà des travaux fondateurs, la littérature en management abonde de travaux sur l'impact de l'expérience sur le développement et la performance des entreprises. Ainsi, l'expérimentation d'un large éventail d'événements conduit à accumuler de l'expérience et de la connaissance (Huber 1991 ; March 1991 ; Walsh 1995). Des entreprises peuvent en effet apprendre, au fil du temps, à mieux gérer des acquisitions (Singh et Zollo 1999), des opérations internationales (Chang 1995 ; Barkema et Vermeulen 1998) ou encore des coentreprises (Kale et al. 2000). En particulier, les dirigeants d'entreprises multinationales possèdent des « *richer knowledge structures* » que les dirigeants d'entreprises domestiques (Calori et al. 1994).

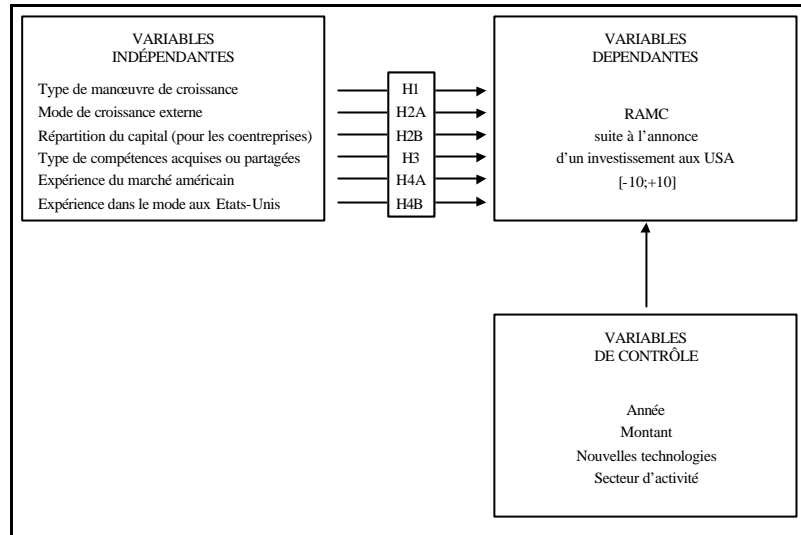
Ces travaux laissent donc penser que l'expérience peut conduire une entreprise à améliorer son efficacité dans différents domaines, notamment celui du développement international. Ajoutés aux travaux sur la relation entre rendements anormaux et expérience (Doukas et Travlos 1988 ; Markides et Oyon 1998 ; Anand et Khanna 2000) restitués dans l'analyse de la littérature, ces arguments nous amènent à formuler les hypothèses suivantes :

Hypothèse 4a : Les rendements anormaux sont positivement corrélés à l'expérience du marché américain. Hypothèse 4b : Les rendements anormaux sont positivement corrélés à l'expérience dans le mode de croissance externe aux États-Unis.
--

1.5. Modèle et synthèse des hypothèses de recherche

Afin d'évaluer la réaction du marché boursier français suite à l'annonce d'investissements directs par des entreprises françaises aux États-Unis, un modèle de recherche a été élaboré. Celui-ci nous a permis de structurer les relations potentielles entre d'une part les rendements anormaux moyens cumulés (*cf.* RAMC) sur une période allant de 10 jours avant l'annonce à 10 jours après l'annonce d'un investissement français aux États-Unis, d'autre part la forme de cet investissement. La figure 1 présente l'ensemble des variables et des hypothèses associées au modèle de la recherche.

Figure 1 - *Variables et hypothèses de recherche*



Compte tenu de l'analyse de la littérature, quatre variables de contrôle ont été testées, afin de mesurer leur impact sur les variables dépendantes : l'année de l'opération, le secteur d'activité, l'investissement dans les nouvelles technologies et le montant de l'opération. Ces variables sont en effet susceptibles de conditionner les différentiels de rendements anormaux associés à l'annonce d'investissements internationaux.

2. Méthodologie de recherche

2.1. Méthodologie d'étude d'événements et estimation des rendements anormaux

La méthodologie d'étude d'événements nous a permis d'évaluer les effets à court terme des annonces d'investissement français aux États-Unis sur la valeur boursière des entreprises françaises concernées. S'inspirant des expérimentations de Sharpe (1964) et Fama et *al.* (1969), cette méthodologie s'appuie sur l'idée que le marché boursier réagit immédiatement à des annonces ou à des événements qui sont supposés affecter la performance future de l'entreprise cotée. Abowd et *al.* (1990 : 205, traduction personnelle) ont défini un événement comme « une annonce d'entreprise ou une action sur le marché qui

véhicule des informations incrémentales aux acteurs des marchés boursiers, leur permettant de réviser leurs prévisions initiales sur les perspectives d'une organisation ». Régulièrement les entreprises cotées font des annonces de nature différente (financière, humaine, stratégique ou organisationnelle) ; celles-ci sont captées par les acteurs boursiers et leurs réactions à l'achat ou à la vente d'actions en constituent l'interprétation boursière. Le recours à cette méthodologie facilite la mise en lumière de l'impact de l'annonce étudiée sur les cours d'une action sur une période donnée, en comparant son rendement effectivement observé sur cette période avec le rendement qui aurait été le sien sur cette période si l'annonce n'était pas survenue. L'évaluation du rendement normal a été menée à partir d'un modèle de marché élaboré par Sharpe (1964) et Fama et al. (1969). Ce modèle classique établit une relation linéaire entre le rendement d'équilibre d'un titre sur une période et le rendement moyen du marché. Ce modèle de marché a été estimé pour chaque titre de l'échantillon classique. Cette estimation a été obtenue à partir d'une relation linéaire entre le rendement d'équilibre de chaque titre sur une période de 150 jours [t-170 à t-21] précédant le début de la fenêtre de l'événement retenu [t-10 à t+10] et le rendement moyen du marché. Le *CAC-40* est l'indice boursier retenu pour l'évaluation des rendements moyens du marché boursier français. La forme du modèle de marché utilisé ici est la suivante :

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

R_{jt} et R_{mt} sont respectivement le rendement du titre j et le rendement de marché sur la période t . Si les deux coefficients α_j et β_j (ϵ_{jt} est l'erreur résiduelle avec une moyenne égale à zéro) sont stables et effectivement estimés sur une période de temps dégagée de l'influence de l'événement, la mise en oeuvre du modèle permet d'évaluer le rendement d'un titre j sur une période t appartenant à la période de l'événement tel qu'il se serait établi si l'événement n'était pas survenu. Ensuite, des tests ont été menés pour juger de la significativité statistique de ces estimations : il s'agissait d'une part, du test F de Fisher-Snedecor pour juger de la significativité globale du modèle, d'autre part, des tests t de Student pour les deux coefficients de la régression. Ont alors été retirés de l'échantillon tous les titres pour lesquels les résultats

du test de F ou du test t n'étaient pas significatifs (au seuil de 5 %). Les titres retirés de l'échantillon (10 au total) l'ont donc été dans presque tous les cas du fait de leur non-significativité simultanée à ces deux tests. Finalement, les modèles estimés ont été utilisés pour évaluer les rendements normaux des actions durant la fenêtre de l'événement. L'écart constaté (entre le rendement observé et le rendement normal estimé pour chaque jour de la fenêtre de l'événement), qualifié de rendement anormal, est alors interprété comme la mesure de l'impact de l'annonce sur les cours de l'action durant cette période. Le rendement anormal d'un titre j sur une période t est donc calculé de la manière suivante :

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

RA_{jt} représente le rendement anormal estimé du titre j à la date t, RO_{jt} le rendement observé du titre j à la date t et R_{jt} le rendement normal estimé du titre j à la date t. Le rendement normal de chaque titre a été évalué ainsi, et cela pour chaque jour de la période de l'événement de t-10 à t+10. Les rendements anormaux des différentes actions, agrégés sous la forme de rendements anormaux moyens (*cf.* RAM) correspondant à une date précise et cumulés (*cf.* RAMC) sur toute la période supposée d'impact de l'annonce sur les cours (*cf.* fenêtre de l'événement) ont été calculés de la manière suivante :

$$RAM_t = \frac{1}{N} \sum_j^N RA_{jt} \text{ et } RAMC_t = \sum_{t-10}^t RAM_t$$

N est le nombre total de titres dont le rendement anormal a été estimé pour chaque jour de la période de l'événement de t-10 à t+10. Ces rendements anormaux (RAM et RAMC) ont été l'objet de tests statistiques (respectivement test Z et test *Zcumulé*) destinés à juger de la pertinence de la relation entre les annonces d'investissement français aux États-Unis et la valeur boursière des entreprises françaises concernées. Dans cette optique, et plus spécifiquement pour vérifier si les rendements anormaux moyens sont différents de zéro, les rendements anormaux moyens à la date t ont été standardisés (*cf.* RAMS) par l'écart type des rendements anormaux de chaque titre de l'échantillon (*cf.* ET), qui a été estimé pour les 150 jours précédant la fenêtre de l'événement :

$$Z_t = \frac{\sum_{j=1}^N \text{RAMS}_{jt}}{\sqrt{N}} \text{ avec } \text{RAMS}_{jt} = \text{RA}_{jt} / \text{ET}_{jt}$$

En ce qui concerne les rendements anormaux moyens cumulés, un test $Z_{\text{cumulé}}$ a été calculé de la manière suivante (P est la période de cumul des rendements anormaux moyens ; celle-ci est mesurée en nombre de jours à partir du début de la fenêtre de l'évènement, *i.e.* $t-10$) :

$$Z_{\text{cumulé}_t} = \frac{\sum_{t-10}^t Z_t}{\sqrt{P}}$$

2.2. Recueil des données et constitution de l'échantillon de travail

Un échantillon de travail a été constitué à partir de la publication d'informations relatives aux annonces d'investissement français aux États-Unis, et cela dans les quotidiens français *Les Échos* et *La Tribune* entre 1993 et 2000 (soit 8 années au total). Il est important de souligner que les annonces retenues dans notre échantillon correspondent à deux modes de croissance externe, en l'occurrence l'acquisition d'entreprises américaines et la formation de coentreprises (ou « *joint ventures* ») franco-américaines (implantées aux États-Unis).

Ont ensuite été retirées de ce premier échantillon « brut » toutes les annonces concernant des entreprises françaises non cotées pour leurs actions sur l'un des compartiments « actions françaises » du marché boursier français. À ce stade, l'échantillon était constitué de 126 annonces publiées. Par la suite, l'application des conditions de significativité lors de l'estimation des modèles de marché a entraîné le retrait de 10 titres de l'échantillon portant celui-ci à 116 titres. Finalement, notre échantillon final de recherche comprenait 116 titres sur lesquels ont été évalués et testés les rendements anormaux. Ces 116 titres de l'échantillon de recherche correspondent à 80 annonces d'acquisitions et à 36 annonces de coentreprises.

Tableau 1 - Description de l'échantillon de recherche par année

Modes d'investissement français aux États-Unis	Acquisitions	%	Coentreprises	%
1993	1	1,25	0	0
1994	3	3,75	3	8,33
1995	3	3,75	4	11,11
1996	6	7,5	2	5,55
1997	7	8,75	4	11,11
1998	16	20	7	19,45
1999	19	23,75	1	2,78
2000	25	31,25	15	41,67
Nombre total d'annonces	80	100	36	100

Tableau 2 - Description de l'échantillon de recherche par secteur d'activité

Modes d'investissement français aux États-Unis	Acquisitions	%	Coentreprises	%
Aéronautique, Ciments, Informatique, Ferroviaire, Logiciel, Logistique, Matériel de bureau, Restauration collective, Semences, Stylos, Tabac, Transport aérien	0	0	1 par activité (total de 12 coentreprises)	33,33
Aluminium, BTP, Négoce, Optique, Pétrole, Sidérurgie	1 par activité (total de 6 acquisitions)	7,5	0	0
Assurance	4	5	0	0
Banque	6	7,5	0	0
Chimie, Métallurgie, Pneumatique	0	0	1 par activité (total de 3 coentreprises)	8,33
Communication	3	3,75	0	0
Conseil	1	1,25	2	5,56
Cosmétiques	5	6,25	0	0
Distribution	9	11,25	2	5,56
Energie, Gaz industriels	1 par activité (total de 2 acquisitions)	2,5	1 par activité (total de 2 coentreprises)	5,56
Environnement	7	8,75	0	0
Emballage	3	3,75	0	0
Equipementier	5	6,25	4	11,11
Hôtellerie	0	0	1	2,78
Industrie agroalimentaire	5	6,25	1	2,78
Internet, Multimédia	3 par activité (total de 6 acquisitions)	7,5	2 par activité (total de 4 coentreprises)	11,11
Luxe	1	1,25	0	0
Matériaux	6	7,5	1	2,78

Pharmacie, Presse, Électronique	2 par activité (total de 6 acquisitions)	7,5	1 par activité (total de 3 coentreprises)	8,33
Télécommunications, Produits électriques	2 par activité (total de 4 acquisitions)	5	0	0
Tourisme	0	0	2	5,56
Nombre total d'annonces	80	100	36	100

Les tableaux 1 et 2 détaillent l'échantillon de recherche en le classant par année et par secteur d'activité. Une première description de l'échantillon par mode de croissance fait apparaître une très forte proportion du nombre des acquisitions (qui représentent près des deux tiers des annonces enregistrés entre 1993 et 2000) par rapport à celui des coentreprises : il ressort de notre échantillon que l'acquisition est un mode d'investissement aux États-Unis, très largement privilégié par les entreprises françaises. Il faut néanmoins remarquer que sur la base de l'observation de tendances très récentes (pour l'année 2000), les entreprises françaises semblent être plus nombreuses proportionnellement à avoir recours aux coentreprises pour investir aux États-Unis. L'évolution annuelle montre une progression constante du nombre d'annonces depuis 1993, avec une accélération importante en 2000. La répartition sectorielle des 116 annonces est fortement hétérogène. Seuls quelques secteurs d'activité ressortent tout particulièrement (*cf.* la distribution, l'équipement automobile, l'environnement et les matériaux) et suggèrent l'existence de stratégies françaises de croissance externe aux États-Unis dans ces secteurs.

2.3. Opérationnalisation des variables

La variable à expliquer, en l'occurrence les rendements anormaux associés aux annonces d'investissement français aux États-Unis, a été décomposée de manière classique en rendements anormaux moyens et rendements anormaux moyens cumulés. L'objectif de l'établissement des rendements anormaux moyens et des rendements anormaux moyens cumulés est différent. Les rendements anormaux moyens ont pour objectif de rechercher l'impact de l'événement étudié sur un jour donné, à une distance donnée de la date de l'événement. L'évolution des rendements anormaux moyens cumulés au cours de la fenêtre de l'événement a, quant à elle, pour objectif de mettre en évidence globalement l'impact de l'événement dans son ensemble, depuis le début de la fenêtre de l'événement jusqu'à la date considérée comme fin de la fenêtre. Seuls les rendements anormaux moyens cumulés ont été mobilisés pour tester les hypothèses de recherche. En dehors du fait qu'il s'agit là d'une pratique généralisée dans ce type d'études, il nous a semblé que l'utilisation des rendements anormaux moyens cumulés était pertinente en regard de notre objectif d'apprécier dans son ensemble, et non ponctuellement, la réaction du marché boursier suite à l'annonce d'investissements français aux États-Unis au cours d'une période de 21 jours autour de la date d'annonce et ainsi d'évaluer dans quelle mesure ces investissements étaient créateurs de valeur à court terme pour l'actionnaire.

En plus du mode de croissance externe utilisé (*cf.* acquisition et coentreprise), les 116 annonces répertoriées contenaient d'autres informations importantes permettant de préciser la nature de l'investissement français aux États-Unis. Ces informations nous ont permis de dégager des variables que nous avons reliées aux rendements anormaux moyens cumulés sur cinq périodes différentes (*cf.* [-10, -3], [-2, +2], [-2, -1], [0, +2] et [+3, +10]). Une première série de variables identifie le contexte de l'opération d'investissement : il s'agit de l'année (1993-2000) et du montant de l'opération (exprimé en millions de \$) ainsi que du secteur d'activité concerné. Une deuxième série de variables concerne la nature stratégique et structurelle du mode de croissance utilisé. Certaines de ces variables ont été construites à partir d'une interprétation des informations disponibles dans l'article de presse relatant l'annonce

d'investissement français aux États-Unis. Cela a été le cas du type de manœuvre de croissance et du type de compétences recherchées. Dans chaque article de presse, nous avons essayé d'associer au mode de croissance un type de manœuvre de croissance et un type de compétences recherchées. En distinguant les manœuvres de croissance horizontale et verticale (Ansoff 1965), trois types de manœuvre ont été identifiés dans les 116 annonces :

- la première manœuvre (horizontale) de croissance, qualifiée de « concentration », correspond pour l'entreprise française à un investissement intra-sectoriel (*i.e.* dans un secteur d'activité ou dans un métier identique à celui ou ceux dans lesquels l'entreprise est traditionnellement positionnée) et dans des compétences similaires (ou proches) de celles déjà détenues par cette entreprise ;
- la deuxième manœuvre (horizontale) de croissance, qualifiée de « diversification (reliée) », correspond à un investissement inter-sectoriel (*i.e.* dans un secteur d'activité différent) mais celui-ci se fait néanmoins dans le cadre de compétences reliées à celles détenues par l'entreprise française. Aucune annonce présentant le cas d'un investissement inter-sectoriel, sans l'existence de complémentarités de compétences (*cf.* « diversification non-reliée ou conglomérale »), n'a été identifiée dans notre échantillon ;
- la troisième manœuvre (verticale) de croissance, qualifiée d'« intégration verticale », renvoie à un investissement qui tend à rapprocher l'entreprise soit de ses clients, soit de ses fournisseurs. En ce qui concerne les compétences recherchées, trois types ont également été dégagés de l'analyse des articles de presse à notre disposition : il s'agit des « compétences commerciales » (*cf.* connaissance du marché américain, activités de distribution, maîtrise marketing...), des « compétences industrielles » (*cf.* capacités technologiques, activités de R&D, sites industriels...) et des « compétences industrialo-commerciales » ou « mixtes ». Au sein de cette deuxième série de variables concernant la nature stratégique et structurelle du mode de croissance utilisé, les autres variables ont été déduites directement à partir des informations présentées dans l'article : il s'agit de l'expérience du marché américain (ou « expérience américaine ») et de l'expérience dans un mode de croissance particulier (ou « expérience mode ») des entreprises françaises investissant aux États-Unis. Cette

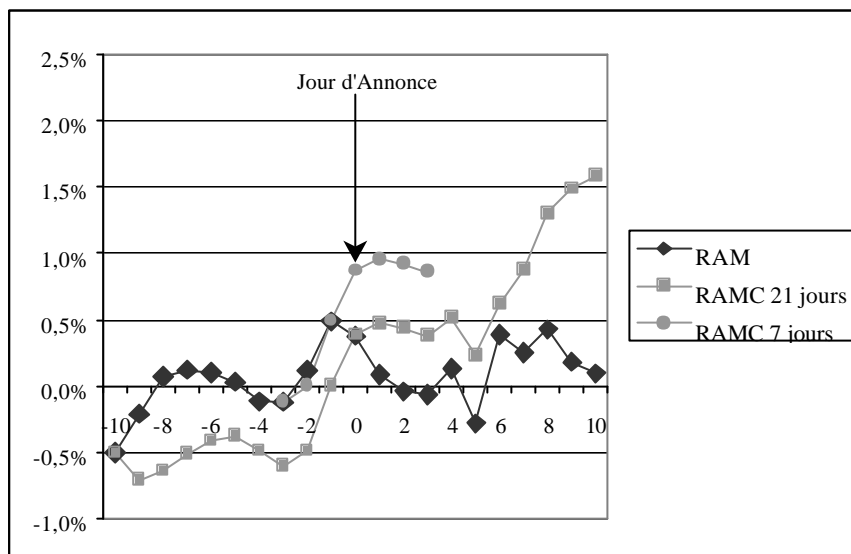
dernière variable correspond à l'expérience des entreprises françaises en matière d'acquisitions, de créations de coentreprises aux États-Unis. Ces deux variables ont été mesurées pour toutes les entreprises françaises appartenant à notre échantillon en identifiant année après année tout au long de la période considérée (de 1993 à 2000) d'une part, le nombre total d'opérations d'investissement aux États-Unis, d'autre part, le nombre d'acquisitions et de coentreprises dans lesquelles ils s'étaient précédemment engagés à la date de l'annonce d'une nouvelle opération. À ce nombre, nous avons ajouté la mise en place d'une opération supplémentaire ce qui nous donnait par conséquent un score minimum d'expérience de 1. Une dernière variable appartient à cette deuxième série de variables. Cette variable est spécifique à un mode de croissance particulier qui est la coentreprise : il s'agit de la répartition du capital des coentreprises franco-américaines entre leurs différents partenaires.

3. Résultats

3.1. Investissements français aux États-Unis et réactions du marché boursier : analyse descriptive

La figure 2 et le tableau 3 récapitulent les rendements anormaux moyens et les rendements anormaux moyens cumulés obtenus pour les 116 annonces d'investissement français aux États-Unis sur l'ensemble de la fenêtre de l'événement [-10, +10]. La significativité éventuelle des rentabilités anormales (*cf.* tests *Z* et *Zcumulé*) au vu des tests pratiqués est spécifiée aux seuils statistiques habituels (soit 1%, 5% et 10%). Deux périodes d'analyse de l'impact de l'annonce ont été utilisées : une période d'amplitude assez large de 21 jours (avec 10 jours précédant et 10 jours suivant la date de l'annonce) qui permet d'identifier des anticipations et des corrections éventuelles du marché boursier et une période plus courte, plus ramassée autour de la date de l'annonce (cette période comprend 7 jours).

Figure 2 – Rendements anormaux (RAM et RAMC) et annonces d'investissement français aux États-Unis (116 annonces)



Pour les annonces d'investissement français aux États-Unis, et cela quel que soit le mode de croissance utilisé, un impact significatif et négatif sur les rendements anormaux moyens a été mis en évidence au dixième jour précédant l'annonce (de -0,49 %) et cinq jours après cette annonce (de -0,27 %). Nous pouvons constater également un impact significatif et positif qui apparaît le jour avant l'annonce (de +0,49 %) ainsi que le sixième, septième et huitième jour après l'annonce faite à la presse (respectivement de +0,38 %, de +0,25 % et de +0,43 %). L'évolution des rendements anormaux moyens cumulés montre un impact important de l'événement, débutant trois jours avant la date de son annonce publique et s'amplifiant progressivement jusqu'à une stabilisation trois ou quatre jours après cette annonce (*cf.* figure 2). Cette stabilisation de l'impact global de l'événement se situe approximativement autour d'environ +1 % sur la période [-3, +3] et à environ +1,5 % sur la période [-10, +10].

Tableau 3 – Rendements anormaux (RAM et RAMC) et annonces d'investissement français aux États-Unis (116 annonces) : tests Z et Zcumulé

Jours	RAM	RAMC 21 jours	RAMC 7 jours
-10	-0,4996 %***	-0,4996 %***	
-9	-0,2074 %	-0,7070 %***	
-8	0,0724 %	-0,6346 %*	
-7	0,1235 %	-0,5111 %	
-6	0,1042 %	-0,4070 %	
-5	0,0340 %	-0,3730 %	
-4	-0,1103 %	-0,4832 %	
-3	-0,1170 %	-0,6003 %	-0,1170 %
-2	0,1180 %	-0,4823 %	0,0009 %
-1	0,4918 %*	0,0095 %	0,4927 %
0-Annonce	0,3788 %	0,3883 %	0,8716 %*
1	0,0879 %	0,4763 %	0,9595 %**
2	-0,0367 %	0,4395 %	0,9228 %*
3	-0,0622 %	0,3774 %	0,8606 %**
4	0,1353 %	0,5126 %	
5	-0,2788 %*	0,2339 %	
6	0,3866 %*	0,6204 %	
7	0,2527 %*	0,8731 %*	
8	0,4310 %**	1,3042 %*	
9	0,1829 %	1,4870 %*	
10	0,0986 %	1,5856 %**	

*p<0,1 **p<0,05 ***p<0,01

Les 116 annonces d'investissement français aux États-Unis correspondent à deux modes différents d'investissement direct ou de croissance externe : l'acquisition d'entreprises américaines et la formation de coentreprises (ou « *joint ventures* ») franco-américaines (implantées aux États-Unis). Les figures 3 et 4 et les tableaux 4 et 5 récapitulent les rendements anormaux moyens et les rendements anormaux moyens cumulés obtenus pour chacun des deux modes d'investissement français aux États-Unis sur l'ensemble de la fenêtre de l'événement [-10, +10].

Pour les acquisitions d'entreprises américaines, un impact significatif et négatif sur les rendements anormaux moyens a été mis en évidence au dixième et au neuvième jour précédant l'annonce (respectivement de

-0,49 % et -0,33 %) et trois jours après leur annonce (de -0,3 %). Nous pouvons constater également un impact significatif et positif qui apparaît le jour même de l'annonce (de +0,47 %). Suite à la valorisation significative des acquisitions d'entreprises américaines le jour même de leur annonce, les rendements anormaux moyens significatifs observés le troisième jour après cette annonce sont difficiles à interpréter. Cela pourrait provenir de l'apparition d'informations nouvelles concernant l'événement et suscitant une correction du marché boursier. Cela laisse aussi penser que bien qu'ayant engendré un impact positif important, les annonces en elles-mêmes ne contiennent pas nécessairement toute l'information concernant les caractéristiques des acquisitions réalisées Outre-Atlantique, d'autres éléments survenant par la suite. De plus, l'évolution des rendements anormaux moyens cumulés montre un impact important de l'événement, débutant deux jours avant la date de son annonce publique et se prolongeant dans le temps jusqu'à la fin de la fenêtre (*cf.* figure 3).

Figure 3 – Rendements anormaux (RAM et RAMC) et annonces d'acquisitions françaises aux États-Unis (80 annonces)

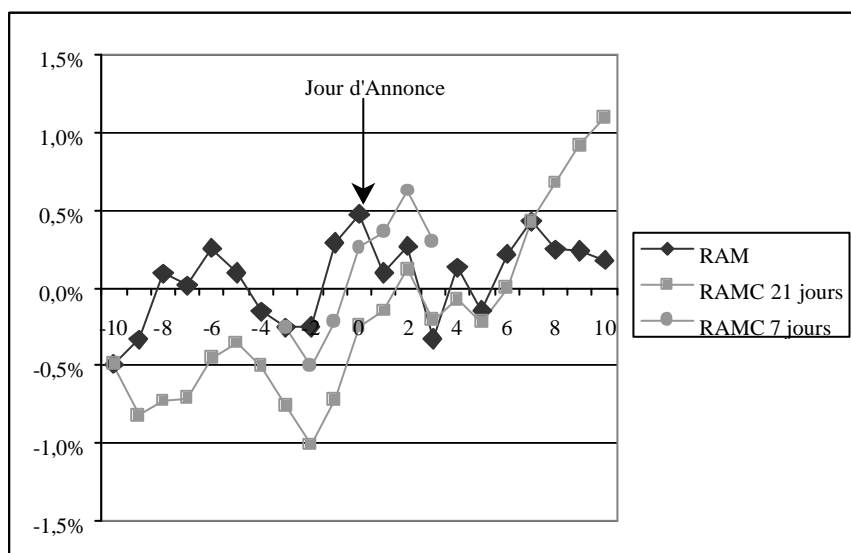


Tableau 4 – Rendements anormaux (RAM et RAMC) et annonces d'acquisitions françaises aux États-Unis (80 annonces) : tests Z et Zcumulé

Jours	RAM	RAMC 21 jours	RAMC 7 jours
-10	-0,493 %**	-0,493 %***	
-9	-0,330 %*	-0,823 %***	
-8	0,095 %	-0,728 %**	
-7	0,017 %	-0,711 %*	
-6	0,258 %	-0,453 %	
-5	0,099 %	-0,354 %	
-4	-0,152 %	-0,506 %	
-3	-0,253 %	-0,759 %	-0,253 %
-2	-0,251 %	-1,010 %	-0,505 %*
-1	0,290 %	-0,720 %	-0,214 %
0-annonce	0,475 %*	-0,245 %	0,261 %
1	0,097 %	-0,148 %	0,358 %
2	0,267 %	0,120 %	0,626 %
3	-0,327 %**	-0,208 %	0,298 %
4	0,133 %	-0,074 %	
5	-0,145 %	-0,219 %	
6	0,217 %	-0,002 %	
7	0,432 %	0,430 %	
8	0,250 %	0,679 %	
9	0,242 %	0,921 %	
10	0,178 %	1,099 %	

*p<0,1 **p<0,05 ***p<0,01

Figure 4 – Rendements anormaux (RAM et RAMC) et annonces de coentreprises franco-américaines (36 annonces)

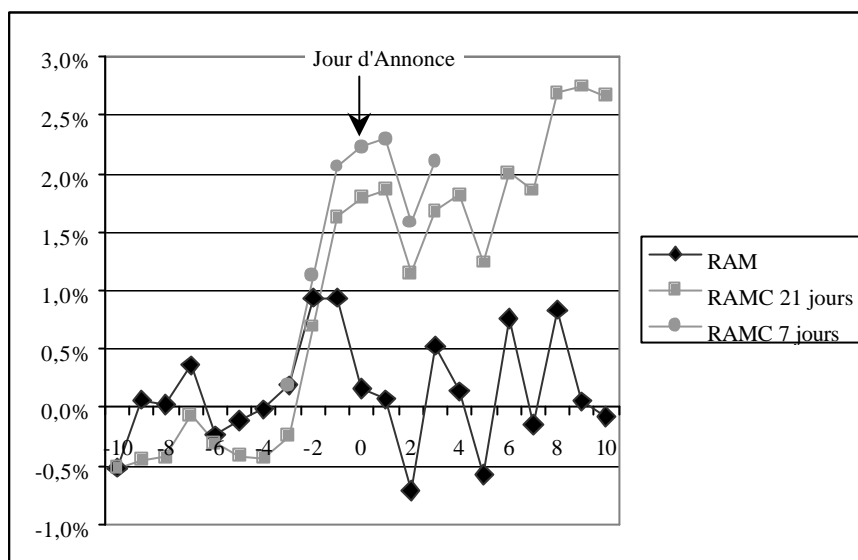


Tableau 5 – Rendements anormaux (RAM et RAMC) et annonces de coentreprises franco-américaines (36 Annonces) : tests Z et Zcumulé

Jours	RAM	RAMC 21 jours	RAMC 7 jours
-10	-0,514 %	-0,514 %	
-9	0,065 %	-0,450 %	
-8	0,023 %	-0,427 %	
-7	0,359 %	-0,068 %	
-6	-0,237 %	-0,305 %	
-5	-0,110 %	-0,415 %	
-4	-0,017 %	-0,433 %	
-3	0,186 %	-0,246 %	0,186 %
-2	0,938 **	0,692 %	1,124 **
-1	0,940 **	1,631 %	2,064 **
0-annonce	0,165 %	1,796 %	2,229 **
1	0,067 %	1,863 %*	2,296 ***
2	-0,713 **	1,150 %	1,583 %*
3	0,527 %*	1,678 %	2,110 **
4	0,139 %	1,817 %*	
5	-0,577 **	1,240 %	
6	0,764 **	2,004 %	
7	-0,146 %	1,859 %	
8	0,834 **	2,693 %*	
9	0,052 %	2,745 **	

10	-0,079 %	2,666 %**	
----	----------	-----------	--

*p<0,1 **p<0,05 ***p<0,01

Pour les coentreprises franco-américaines, un impact significatif et positif sur les rendements anormaux moyens a été mis en lumière au deuxième et au jour précédant l'annonce (respectivement de +0,93 % et +0,94 %) et le troisième, le sixième et le huitième jour suivant leur annonce (respectivement de +0,52 %, +0,76 % et +0,83 %). Nous pouvons constater également un impact significatif et négatif qui apparaît le deuxième et le cinquième jour après l'annonce (respectivement de -0,71 % et -0,57 %). De la même manière que pour les annonces d'acquisitions, les annonces de coentreprises enregistrent des rendements anormaux moyens négatifs quelques jours après la date de l'annonce, et cela suite à une série de valorisations significatives des coentreprises franco-américaines. Il est intéressant de noter également que ces rendements anormaux moyens négatifs s'accompagnent le lendemain même de leur apparition de rendements anormaux moyens inverses. De la même manière que pour les acquisitions, il semblerait que pour les coentreprises, des informations supplémentaires les concernant surviennent quelques jours après leur annonce et génèrent ainsi un cycle de valorisations/corrections du marché boursier. De plus, l'évolution des rendements anormaux moyens cumulés montre un impact important de l'événement, débutant deux à trois jours avant la date de son annonce publique, se prolongeant dans le temps et se stabilisant autour de +2,5 % à la fin de la fenêtre (*cf.* figure 4).

3.2. Investissements français aux États-Unis et réactions du marché boursier : impact de l'année, du montant de l'opération, du secteur d'activité et de l'investissement dans les nouvelles technologies

Quatre variables de contrôle (l'année de l'opération, le secteur d'activité, l'investissement dans les nouvelles technologies et le montant de l'opération) ont été mises en relation avec la variable à expliquer dans notre recherche, en l'occurrence les rendements anormaux moyens cumulés sur cinq périodes différentes (*cf.* [-10, -3], [-2, +2], [-2, -1], [0, +2] et [+3, +10]). Pour les trois premières variables de contrôle, cette relation a été testée au moyen d'une analyse de la variance simple

(cf. tableau 6). Pour la quatrième variable de contrôle, une analyse de la régression simple a été utilisée (cf. tableau 7).

Globalement, la première analyse de variance ne révèle pas de relation statistiquement significative entre l'année de l'opération et les rendements anormaux moyens cumulés, quelle que soit la période. En revanche, une comparaison des années par paires (cf. test PLSD de Fisher) met en lumière des résultats significatifs, pour certaines années et pour certaines périodes des rendements anormaux moyens cumulés. Autour de la date d'annonce (période [-2, +2]), l'année 1994 présente des rendements anormaux moyens cumulés élevés (+4,7 %, à $p < 0,1$). À l'inverse, l'année 1998 présente des rendements anormaux moyens cumulés négatifs importants (-3,3 %, à $p < 0,05$), plusieurs jours avant la date d'annonce (période [-10, -3]).

L'analyse de la relation entre le secteur d'activité et les rendements anormaux moyens cumulés sur différentes périodes a été simplifiée en réduisant le nombre important de secteurs d'activité à trois cas (industrie, services financiers et non-financiers). En effet, 32 secteurs d'activité sont représentés dans notre échantillon de 116 annonces d'investissement français aux États-Unis et leur lien avec les rendements anormaux moyens cumulés présentait des problèmes de validité statistique. Cette deuxième analyse de variance ne révèle pas de relation statistiquement significative entre le secteur d'activité et les rendements anormaux moyens cumulés, quelle que soit la période.

Tableau 6- RAMC sur différentes périodes, année de l'opération, secteur d'activité et investissement dans les nouvelles technologies : analyse de la variance simple

Variables	RAMC [fenêtre]	RAMC [-10, -3]	RAMC [-2, +2]	RAMC [-2, -1]	RAMC [0, +2]	RAMC [+3, +10]
Année de l'opération	1993	2,4 %	-0,7 %	0,5 %	-1,2 %	-1,3 %
	1994	-0,4 %	4,7 % (5,9 %)	3,6 % (6,2 %)	1,2 % (4,2 %)	0,5 % (2,2 %)
	1995	(3,7 %)	-0,6 % (2,5 %)	-0,6 %	-0,001 %	-1,7 % (3,2 %)
	1996	-0,4 %	3,1 % (3,5 %)	(3,4 %)	(1,8 %)	-0,6 % (3,7 %)
	1997	(3,2 %)	2,3 % (4,9 %)	1,6 % (2,5 %)	1,5 % (3,3 %)	1,5 % (4,9 %)
	1998	-0,4 %	0,4 % (6,5 %)	-0,4 %	2,8 % (3,9 %)	0,8 % (5,7 %)
	1999	(1,6 %)	0,8 % (6,6 %)	(2,5 %)	0,2 % (5,7 %)	2 % (4,9 %)
	2000	0,8 % (3 %)	0,2 % (6,5 %)	0,2 % (2,5 %)	1,1 % (5,5 %)	1,8 % (6,3 %)
		-3,3 % (4,6 %)		-0,3 % (4 %)	-0,9 % (5,1 %)	
		1,3 % (6,3 %)		1,2 % (5,6 %)		
		-0,6 % (8 %)				
Valeur de F		1,07 {0,38}	0,75 {0,63}	0,87 {0,53}	0,93 {0,48}	0,63 {0,73}
Test PLSD de Fisher (calcul de l'écart moyen) ^b		1997/1998 4,4 %* 1998/1999 -4,7 %** 1998/2000 -2,7 %*	1994/2000 4,5 %*	1994/1995 4,2 %* 1994/1997 4 %* 1994/1998 3,4 %* 1994/1999 3,9 %*	1997/2000 3,7 %**	
Secteur d'activité ^c	Industrie Serv. financiers Services non financiers	-0,3 % (6,4 %) -2 % (4,6 %) -0,9 % (5,6 %)	0,9 % (6,6 %) -0,3 % (4,6 %) 1,5 % (5 %)	1 % (4,8 %) -0,6 % (3 %) 0,2 % (3,4 %)	-0,1 % (5,3 %) 0,3 % (4,1 %) 1,2 % (4,2 %)	1,8 % (5,2 %) 0,3 % (4 %) 0,004 % (5,9 %)
Valeur de F _a		0,4 {0,67}	0,34 {0,71}	0,77 {0,46}	0,78 {0,46}	1,47 {0,23}
Test PLSD de Fisher ^b						Industrie/Services non financiers 1,8 %*
Nouvelles technologies ^d	Oui Non	-0,2 % (5,6 %) -0,7 % (8,6 %)	-1,5 % (9 %) 1,3 % (5,4 %)	1,1 % (5,9 %) 0,5 % (4,1 %)	-2,6 % (6,4 %) 0,8 % (4,6 %)	0,2 % (4 %) 1,3 % (5,5 %)
Valeur de F _a		0,1 {0,75}	2,84 {0,09}*	0,21 {0,64}	6,2 {0,014}**	0,51 {0,47}
Test PLSD	Oui/No	-0,5 %	2,8 %*	-0,6 %	3,4 %**	1,1 %

de Fisher	n					
-----------	---	--	--	--	--	--

*p<0,1 **p<0,05 ***p<0,01

N. B.^a : les valeurs l'écart type et de p sont présentées entre les parenthèses (écart type) et {p}.

N. B.^b : le test « *less significant difference* » ou de la différence la moins significative de Fisher utilise les tests t pour comparer les moyennes de classes prises deux à deux. Dans ce cadre, seuls les résultats statistiquement significatifs sont présentés dans le tableau.

N. B.^c : effectif de la classe « industrie » (73 annonces), de la classe « services financiers » (10) et de la classe « services non financiers » (33).

N. B.^d : effectif de la classe « nouvelles technologies » (15 annonces) et de la classe « industries traditionnelles » (100).

L'analyse de variance associant les rendements anormaux moyens cumulés aux investissements dans les nouvelles technologies est statistiquement significative autour de la date d'annonce (périodes [-2, +2] et [0, +1], respectivement à $p < 0,1$ et $p < 0,05$). À l'inverse des investissements dans des industries traditionnelles, l'investissement dans les nouvelles technologies américaines génère des rendements anormaux moyens cumulés négatifs : -1,5 % (à $p < 0,01$) sur la période [-2, +2] et -2,6 % sur la période [0, +2].

Tableau 7 - RAMC sur différentes périodes et montant de l'opération :
analyse de régression simple

Variabes	RAMC [-10, -3]	RAMC [-2, +2]	RAMC [-2, -1]	RAMC [0, +2]	RAMC [+3, +10]
Montant ^b	-0,28 (-2,15)**	-0,16 (-1,24)	-0,32 (-2,49)***	0,05 (0,36)	0,07 (0,5)
Valeur de F ^a	4,61 {0,03}**	1,52 {0,22}	6,2 {0,01}***	0,13 {0,71}	0,25 {0,62}
r ²	0,079	0,027	0,102	0,002	0,005

* $p < 0,1$ ** $p < 0,05$ *** $p < 0,01$

N. B.^a : les valeurs de t et de p sont présentées entre les parenthèses (t) et {p}.

N. B.^b : le montant moyen des opérations pour les annonces de notre échantillon est de 1 815 millions de \$ (avec un minimum de 18 et un maximum de 28 741 millions de \$) et l'écart type est de 4 441 millions de \$.

Les rendements anormaux moyens cumulés liés au montant de l'opération apparaissent statistiquement significatifs avant la date d'annonce (périodes [-10, -3] et [-2, -1], respectivement à $p < 0,05$ et $p < 0,01$). Une relation inverse apparaît entre ces deux variables : plus le montant de l'opération est élevé, plus les rendements anormaux moyens cumulés sont faibles voire négatifs, et inversement.

Globalement, l'analyse des variables de contrôle révèle deux contextes distincts d'appréciation boursière de l'investissement français aux États-Unis : d'une part, un contexte défavorable, caractérisé par des investissements en 1998, ou des investissements dans les nouvelles technologies, ou des investissements élevés ; d'autre part, un contexte favorable, caractérisé par des investissements en 1994, ou des investissements dans les industries traditionnelles ou des investissements de montant limité. Ces résultats nous amènent à formuler deux hypothèses sur les facteurs responsables de ces contextes :

– concernant l'année, les différences pourraient s'expliquer au regard de la situation de l'environnement économique français et américain ;

– concernant les nouvelles technologies et le montant de l'opération, les différences pourraient s'expliquer au regard d'une appréciation spécifique du niveau de risque de l'opération.

3.3. Investissements français aux États-Unis et réactions du marché boursier : test des hypothèses

Nos hypothèses de recherche associent les rendements anormaux moyens cumulés à six variables explicatives : le mode de croissance, la répartition du capital entre les partenaires (pour les coentreprises franco-américaines), le type de manœuvre de croissance, le type de compétence recherchée, l'expérience du marché américain (ou « expérience américaine »), l'expérience dans un mode de croissance particulier (ou « expérience mode ») des entreprises françaises investissant aux États-Unis. De la même manière que pour les variables de contrôle, ces six variables explicatives ont été mises en relation avec les rendements anormaux moyens cumulés sur cinq périodes différentes (cf. [-10, -3], [-2, +2], [-2, -1], [0, +2] et [+3, +10]). Les résultats pour ces différentes variables sont présentés dans les tableaux 8, 9 et 10.

Tableau 8 – RAMC sur différentes périodes, modes de croissance externe, types de manœuvre de croissance et types de compétences : analyse de la variance simple

Variabes	RAMC [fenêtre]	RAMC [-10, -3]	RAMC [-2, +2]	RAMC [-2, -1]	RAMC [0, +2]	RAMC [+3, +10]
Mode de croissance ^b	Acquisition	-0,8 % (5,6 %)	0,8 % (6,2 %)	0,004 % (4,1 %)	0,8 % (5,2 %)	1 % (5,4 %)
	Coentreprise	-0,2 % (7 %)	1,2 % (5,6 %)	1,9 % (4,5 %)	-0,6 % (4,3 %)	1,5 % (5,4 %)
Valeur de F ^a		0,18 {0,67}	0,12 {0,72}	4,63 {0,03}**	2,03 {0,15}	0,25 {0,61}
Test PLSD de Fisher	Acquisition/Coentreprise	-0,5 %	-0,4 %	-1,8 %**	1,4 %	-0,5 %
Type de manœuvre de croissance ^c	Concentration (A1)	-1,2 % (5,6 %)	1,1 % (5,7 %)	0,4 % (3,8 %)	0,6 % (5 %)	1,3 % (5,6 %)
	Diversification (B1)	0,3 % (5,6 %)	1,7 % (7,4 %)	2,2 % (5,2 %)	-0,5 % (4,2 %)	1,3 % (4,4 %)
	Intégration Verticale (C1)	4,2 % (9,9 %)	-1,7 % (7,5 %)	0,007 % (7,8 %)	-1,7 % (6,3 %)	-0,2 % (4 %)
Valeur de F ^a		3,15 {0,047}**	0,89 {0,41}	1,1 {0,32}	1 {0,37}	0,29 {0,74}
Test PLSD de Fisher	Classe A1/Classe B1	-1,4 %	-0,7 %	-1,8 %*	1,1 %	0 %
	Classe A1/Classe C1	-5,3 %**	2,7 %	0,4 %	2,3 %	1,5 %
	Classe B1/Classe C1	-3,9 %*	3,4 %	2,2 %	1,2 %	1,5 %
Type de compétences	Commerciales (A2)	-0,001 %	1,5 % (5,6 %)	0,3 % (4 %)	1,3 % (4,5 %)	-0,4 %
	Industrielles (B2)	(4,6 %)	0,5 % (6,3 %)	0,8 % (4,3 %)	-0,3 % (5 %)	(4,2 %)

^d	Mixtes (C2)	-0,8 % (6,4 %) -0,4 % (6,1 %)	2,7 % (4,9 %)	0,1 % (5,2 %)	2,5 % (4,8)	1,6 % (5,8 %) 1,4 % (3,4 %)
Valeur de F ^a		0,17 {0,84}	0,82 {0,44}	0,21 {0,81}	2,4 {0,084}*	1,23 {0,29}
Test PLSD de Fisher	Classe A2/Classe B2	0,8 % 0,4 %	1 % -1,1 %	-0,5 % 0,1 %	1,5 % -1,2 %	-2 % -1,9 %
	Classe A2/Classe C2	-0,4 %	-2,1 %	0,6 %	-2,8 %**	0,1 %
	Classe B2/Classe C2					

*p<0,1 **p<0,05 ***p<0,01

N. B.^a : les valeurs l'écart type et de p sont présentées entre les parenthèses (écart type) et {p}.

N. B.^b : effectif de la classe « acquisition » (80 annonces) et de la classe « coentreprise » (36).

N. B.^c : effectif de la classe A1 (93 annonces), de la classe B1 (14) et de la classe C1 (8).

N. B.^d : effectif de la classe A2 (22 annonces), de la classe B2 (80) et de la classe C2 (13).

La relation associant rendements anormaux moyens cumulés et types de manœuvre de croissance n'est validée que sur la période [-10, -3] (à $p < 0,05$). Sur cette période, la concentration génère des rendements anormaux moyens cumulés négatifs (-1,2 %), la diversification des rendements anormaux moyens cumulés légèrement positifs (+0,3 %) et l'intégration verticale des rendements anormaux moyens cumulés positifs et élevés (+4,2 %). En outre, les comparaisons par paires sur cette période montrent que le marché boursier valorise l'intégration verticale par rapport à la diversification (différentiel de -5,3 % à $p < 0,01$), elle-même valorisée davantage que la concentration (différentiel de -3,9 % à $p < 0,1$). Cette différence forte d'appréciation boursière entre concentration et diversification est également significative sur la période [-2, -1] (différentiel de -1,8 % à $p < 0,1$). L'hypothèse 1 est donc invalidée sur la période [-10, -3].

L'hypothèse 2a associant rendements anormaux moyens cumulés et modes de croissance externe n'est validée que sur la période [-2, -1] (à $p < 0,05$). Sur les autres périodes, le marché boursier ne semble pas valoriser un mode de croissance plus qu'un autre. Sur cette période, précédant immédiatement l'annonce, les rendements anormaux moyens cumulés montrent des valorisations différenciées selon les modes de croissance : la formation de coentreprises entraînent des rendements anormaux moyens cumulés significativement plus élevés (+1,9 % en moyenne) par rapport aux acquisitions (proche de 0% en moyenne). Cette forte opposition entre coentreprise et acquisition est confirmée et précisée par les comparaisons par paires. Sur la période [-2, -1], les coentreprises génèrent davantage de valeur à court terme pour l'actionnaire (différentiel significatif de -1,8 %).

Tableau 9 – RAMC sur différentes périodes, création de coentreprises franco-américaines et répartition du capital entre les partenaires : analyse de la variance simple

Variabiles	RAMC [fenêtre]	RAMC [-10, -3]	RAMC [-2, +2]	RAMC [-2, -1]	RAMC [0, +2]	RAMC [+3, +10]
Répartition du capital ^b	Majorité française (A3)	0,5 % (13,1 %)	2,3 % (9,6 %)	3,3 % (5,4 %)	-1 % (7,5 %)	1,6 % (1,3 %)
	Majorité américaine (B3)	6 % (5,7 %)	-0,1 % (3,1 %)	-2,9 % (1,2 %)	2,8 % (1,9 %)	5,5 % (9,1 %)
	50/50 (C3)	-1,1 % (5,2 %)	0,5 % (4,9 %)	2,1 % (4,1 %)	-1,6 % (3,1 %)	1,1 % (6,1 %)
Valeur de F ^a		0,94 {0,4}	0,2 {0,82}	1,57 {0,23}	1,01 {0,38}	0,54 {0,59}
Test PLSD de Fisher	Classe A3/Classe B3	5,5 %	-2,4 %	-6,2 %*	3,8 %	3,9 %
	Classe A3/Classe C3	-1,6 %	-1,8 %	-1,2 %	-0,6 %	-0,5 %
	Classe B3/Classe C3	-7,1 %	0,6 %	5 %*	-4,4 %	-4,4 %

*p<0,1 **p<0,05 ***p<0,01

N. B.^a : Les valeurs de t et de p sont présentées entre les parenthèses (t) et {p}.

N. B.^b : Effectif de la classe A3 (5 annonces), de la classe B3 (2) et de la classe C3 (20).

L'hypothèse 2B associant rendements anormaux moyens cumulés et répartition du capital des coentreprises franco-américaines est partiellement validée. L'analyse des comparaisons par paires montre des résultats significatifs (p<0.1) pour la période [-2, -1]. Sur cette période, les structures à majorité française sont significativement supérieures aux structures à majorité américaine. Une hiérarchie se dégage donc sur la période [-2, -1] : le marché boursier valorise respectivement les structures à majorité française, puis les structures à 50/50, puis les structures à majorité américaine. L'hypothèse 2B n'est donc validée que sur la période [-2, -1].

La relation associant rendements anormaux moyens cumulés et types de compétences n'est validée que sur la période [0, +2] (à p<0,1). Sur cette période, l'investissement dans des compétences commerciales génère des rendements anormaux moyens cumulés positifs de +1,3 %, l'investissement dans des compétences industrielles génère des rendements anormaux moyens cumulés négatifs de -0,3 % et l'investissement dans des compétences mixtes des rendements anormaux moyens cumulés positifs et élevés (+2,5 %). Au niveau des comparaisons par paires sur la même période, seule la différence entre compétences mixtes et compétences industrielles apparaît statistiquement significative (différentiel de -2,8 % à p<0,05). En conséquence, l'hypothèse 3 est donc invalidée sur la période [0, +2].

Tableau 10 – RAMC sur différentes périodes, « expériences américaine et mode » : analyse de régression multiple

Variabes	RAMC [-10, -3]	RAMC [-2, +2]	RAMC [-2, -1]	RAMC [0, +2]	RAMC [+3, +10]
Expérience américaine	-0,028 (-0,155)	-0,28 (-1,61)*	-0,12 (-0,68)	-0,239 (-1,36)	0,013 (0,072)
Expérience « mode »	0,1 (0,58)	0,26 (1,46)	0,2 (1,09)	0,14 (0,81)	-0,13 (-0,72)
Valeur de F	0,38 {0,68}	1,32 {0,27}	0,71 {0,49}	1,12 {0,33}	0,78 {0,46}
r ²	0,007	0,023	0,013	0,02	0,014

*p<0,1

N. B.^a : Les valeurs de t et de p sont présentées entre les parenthèses (t) et {p}.

L'hypothèse 4a associant rendements anormaux moyens cumulés et expérience américaine est non validée. En outre, à la période [-2, +2], le niveau d'expérience du marché américain est inversement corrélé aux rendements anormaux moyens cumulés ($p < 0,1$). L'hypothèse 4b associant rendements moyens cumulés et expérience dans le mode aux États-Unis est invalidée. Ces deux formes d'expérience semblent avoir peu d'impact sur le niveau et le sens des rendements anormaux moyens cumulés.

4. Synthèse – Discussion

Les résultats concernant les hypothèses sont donc les suivants : l'hypothèse 1 est invalidée globalement, et plus spécifiquement sur la période [-10, -3] ; les hypothèses 2a et 2b ne sont validées que sur la période [-2, -1] ; l'hypothèse 3 est invalidée globalement, et plus spécifiquement sur la période [0, +2] ; les hypothèses 2a et 2b sont invalidées. Le tableau 11 ci-dessous récapitule, pour chaque variable et chaque période, l'impact des investissements annoncés sur les rendements anormaux moyens cumulés.

Tableau 11 – *Synthèse des relations entre la nature stratégique et structurelle de l'investissement français aux États-Unis et la création de valeur à court terme pour les actionnaires*

Modalités des variables	[-10, -3]	[-2, +2]	[-2, -1]	[0, +2]	[+3, +10]
Intégration verticale	++				
Diversification			+		
Concentration	-				
Coentreprise			++		
Majorité française dans les coentreprises			++		
Majorité américaine dans les coentreprises			-		
50/50			+		
Compétences mixtes				++	
Compétences commerciales				+	
Expérience « américaine »		-			

++ : RAMC très positifs et significatifs

+ : RAMC positifs et significatifs

- : RAMC négatifs et significatifs

Quatre dimensions relatives aux investissements français aux États-unis apparaissent fortement créatrices de valeur à court terme pour les actionnaires, au moins sur une des périodes étudiées autour de la date d'annonce : l'intégration verticale, les coentreprises, le développement de compétences mixtes (industrielles et commerciales), et la création de coentreprises franco-américaines à structure majoritaire française. Trois autres dimensions relatives aux investissements français aux États-unis apparaissent créatrices de valeur à court terme pour les actionnaires, au moins sur une des périodes étudiées autour de la date d'annonce : la diversification, le développement de compétences commerciales, et la création de coentreprises franco-américaines à structure 50/50. Finalement, deux dimensions relatives aux investissements français aux États-Unis apparaissent comme destructrices de valeur à court terme pour les actionnaires : la concentration et l'expérience « américaine ».

Les résultats concernant les modes de croissance externe sont conformes à la littérature concernant les coentreprises, précisant que plus le partenaire français contrôle la coentreprise, plus la création de valeur pour l'actionnaire est significative. Nos résultats s'inscrivent également dans le prolongement de nombreuses études européennes et américaines sur les acquisitions notamment les acquisitions internationales, puisque les acquisitions françaises aux États-Unis se traduisent par des rendements anormaux moyens cumulés très faibles et non statistiquement significatifs (Navatte 1978 ; Barnes 1984 ; Cartwright et *al.* 1987 ; Huang et Walkling 1987 ; Doukas et Travlos 1988 ; Husson 1990 ; Jennings et Mazzeo 1991 ; Albouy 2000). Concernant les types de manœuvre, nos résultats sont en contradiction par rapport à une grande partie de la littérature (Woolridge et Snow 1990 ; Gregory 1997). En effet, on constate que plus l'entreprise s'éloigne de son métier de base, plus les rendements anormaux moyens cumulés sont élevés. Ainsi, la concentration semble détruire de la valeur à court terme pour l'actionnaire, alors que la diversification et surtout l'intégration verticale créent de la valeur « actionnariale ». Seule l'étude de Doukas et Travlos (1988) confirme nos résultats sur la diversification ; par ailleurs, la littérature sur les rendements anormaux moyens cumulés n'évoque pas le cas de l'intégration verticale dans le cadre d'une manœuvre d'internationalisation. Concernant le type de compétences, nos résultats

ne sont pas exactement conformes à la littérature (Balakrishnan et Kosa, 1993 ; Das et al. 1998) car nous avons constaté que le développement de compétences commerciales et mixtes apparaît mieux valorisée par le marché que le développement de compétences industrielles, tout en montrant que compétences commerciales et compétences industrielles ne s'opposent pas, mais se complètent et rassurent les marchés boursiers. Concernant l'expérience, nos résultats sont contradictoires par rapport aux travaux existants. En effet, la littérature montre globalement une relation positive entre expérience et rendements anormaux (Doukas et Travlos 1988 ; Markides et Oyon 1998 ; Anand et Khanna 2000). Or nous constatons que l'expérience aux États-Unis n'est pas associée à une valeur « actionnariale » supplémentaire, tandis qu'une petite expérience ou aucune expérience du marché américain apparaît bien perçue par le marché boursier français en cas d'investissement aux États-Unis. Enfin, on observe que les rendements anormaux moyens cumulés sont significatifs sur des périodes précédant la date d'annonce, voire très légèrement après. Aucun résultat n'est significatif en période [+3, +10]. Ceci peut provenir d'une anticipation des marchés, résultant du fait que des informations filtrent souvent quelques jours avant l'annonce officielle.

L'ensemble de ces résultats nous amène à formuler trois propositions concernant les investissements français aux États-Unis et les réactions qu'ils suscitent sur la Bourse de Paris :

– première proposition : les marchés boursiers semblent sensibles aux stratégies de rupture. Ainsi, ils valorisent la diversification, l'intégration verticale (qui est une forme de diversification éloignée) et l'absence de présence préalable sur le marché américain. En outre, ils dévalorisent les stratégies de concentration, s'opposant au principe de la « *relatedness* ». Les marchés boursiers accordent donc une prime à la rupture, d'un double point de vue : nouveau métier et nouveau marché géographique ;

– deuxième proposition : les marchés boursiers apparaissent sensibles au degré de contrôle exercé par l'entreprise qui opère l'investissement. Même si les opérations d'acquisition ne génèrent que des rendements anormaux non significatifs, les autres opérations et manœuvres, garantissant un degré de contrôle élevé, sont valorisées. Ainsi, les marchés boursiers valorisent les coentreprises lorsqu'elles sont contrôlées majori-

tairement par le partenaire français et les manœuvres d'intégration verticale (qui supposent un niveau de contrôle élevé par rapport à un recours au marché). Les marchés boursiers accordent donc globalement une prime au contrôle, dans la manœuvre comme dans le mode de croissance ;

– troisième proposition : les marchés boursiers semblent sensibles au degré de complétude de l'investissement. En effet, ils valorisent positivement les investissements destinés à développer des compétences mixtes (industrielles et commerciales). Les marchés boursiers accordent donc une prime à la complétude de l'investissement sur le marché américain.

Ces trois propositions, fondées sur les résultats de cette recherche, peuvent faire l'objet de développements futurs, destinés à mieux comprendre le comportement des marchés boursiers face à des investissements internationaux.

Bibliographie

Abowd J.M., Milkovich G.T., Hannon J.M. (1990), « The Effects of Human Resource Management Decisions on Share », *Industrial & Labor Relations Review*, vol. 43, n° 3, p. 203-237.

Albouy M. (2000), « À qui profitent les fusions-acquisitions ? Le regard du financier », *Revue Française de Gestion*, n° 131, novembre – décembre, p. 70-84.

Anand B.N., Khanna T. (2000), « Do Firms Learn to Create Value ? The Case of Alliances », *Strategic Management Journal*, vol. 21, n° 3, p. 295-315.

Ansoff H.I. (1965), *Corporate Strategy*, McGraw-Hill.

Argyris C., Schon D. (1979), *On Organizational Learning: A Theory in Action Perspective*, Addison-Wesley.

Balakrishnan S., Koza M.P. (1993), « Information Asymmetry, Adverse Selection and Joint Ventures », *Journal of Economic Behavior & Organization*, vol. 20, n° 1, p. 99-118.

Barkema H.G., Vermeulen F. (1998), « International Expansion through Start-up or Acquisition : A Learning Perspective », *Academy of Management Journal*, vol. 41, n° 1, p. 7-26.

- Barnes P. (1984), «The Effect of a Merger on the Share Price of the Attacker », *Accounting and Business Research*, vol. 15, n° 57, p. 45-50.
- Bradley M., Desai A., Kim E.H. (1988), «Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms », *Journal of Financial Economics*, vol. 21, n° 1, p. 3-41.
- Calori R., Johnson G., Sarnin P. (1994), «CEOs' Cognitive Maps and the Scope of the Organization », *Strategic Management Journal*, vol. 15, n° 6, p. 437-458.
- Cartwright P.A., Kamerschen D.R., Zieburz W.B. (1987), « The Competitive Impact of Mergers, 1930-1979 », *American Business Law Journal*, vol. 25, n° 1, p. 33-63.
- Chang S.J. (1995), « International Expansion Strategy of Japanese Firms: Capability Building through Sequential Entry », *Academy of Management Journal*, vol. 38, n° 2, p. 383-407.
- Cheng L.T., Chan K.C. (1995), « A Comparative Analysis of the Characteristics of International Takeovers », *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 22, n° 5, p. 637-658.
- Conn R.L., Connell F. (1990), «International Mergers: Returns to U.S. and British Firms », *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 17, n° 5, p. 689-713.
- Crutchley C.E., Enyang G., Hansen R.S. (1991), « Stockholder Benefits from Japanese-U.S. Joint Ventures », *Financial Management*, vol. 20, n° 4, p. 22-31
- Cybo-Ottone A., Murgia M. (2000), « Mergers and Shareholder Wealth in European Banking », *Journal of Banking & Finance*, vol. 24, n° 6, p. 831-859.
- Cyert R.M., March J.G. (1963), *A Behavioral Theory of the Firm*, Prentice-Hall.
- Das S., Sen P.K., Sengupta S. (1998), «Impact of Strategic Alliances on Firm Valuation », *Academy of Management Journal*, vol. 41, n° 1, p. 27-41.
- Ding D.K., Sun Q. (1997), « The Information Content of FDI Announcements : Evidence from an Emerging Market », *International Review of Financial Analysis*, vol. 6, n° 1.

Doukas J., Travlos N.G. (1988), « The Effect of Corporate Multinationalism on Shareholders' Wealth : Evidence from International Acquisitions », *The Journal of Finance*, vol. 43, n° 5, p. 1161-1176.

Fama E.F., Fisher L., Jensen M.C., Roll R. (1969), « The Adjustment of Stock Prices to New Information », *International Economic Review*, vol. 10, n° 1, p. 1-21.

Fatemi A.M. (1984), « Shareholder Benefits from Corporate International Diversification », *The Journal of Finance*, vol. 39, n° 5, p. 1325-1355.

Finnerty J.E., Owers J.E., Rogers R.C. (1986), « The Valuation Impact of Joint Ventures », *Management International Review*, vol. 26, n° 2, p. 14-27.

Franks J.R., Broyles J.E., Hecht M.J. (1977), « An Industry Study of the Profitability of Mergers in the United Kingdom », *The Journal of Finance*, vol. 32, n° 5.

Gagnon J.M., Brehain P., Broquet C., Guerra F. (1982), « Stock Market Behaviour of Merging Firms : the Belgian Experience », *European Economic Review*, vol. 17, n° 2, p. 187-212.

Gregory A. (1997), « An Examination of the Long Run Performance of UK Acquiring Firms », *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 24, n° 7, p. 971-32.

Huang Y., Walkling R.A. (1987), « Target Abnormal Returns Associated with Acquisition Announcements : Payment, Acquisition Form, and Managerial Resistance », *Journal of Financial Economics*, vol. 19, n° 2, p. 329-350.

Huber G.P. (1991), « Organizational Learning : The Contributing Processes and Literatures », *Organization Science*, n° 2(special issue), p. 88-115.

Hubler J. Meschi P.-X. (2000), « Alliances, acquisitions et valorisation boursière », *Revue Française de Gestion*, n° 131, novembre – décembre, p. 85-97.

Husson B. (1990), *La prise de contrôle d'entreprises*, PUF.

Jennings R.H., Mazzeo M.A. (1991), « Stock Price Movements around Acquisition Announcements », *The Journal of Business*, vol. 64, n° 2, p. 139-164.

Jensen M.C. (1986), « Agency Costs of Free Cash Flow Corporate Finance and Takeovers », *American Economic Review*, vol. 76, n° 2, p. 323-330.

Kale P., Singh H., Perlmutter, H. (2000), « Learning and Protection of Proprietary Assets in Strategic Alliances : Building Relational Capital », *Strategic Management Journal*, vol. 21, n° 3, p. 217-237.

Koh J., Venkatraman N. (1991), « Joint Venture Formations and Stock Market Reactions : An Assessment in the Information Technology Sector », *Academy of Management Journal*, vol. 34, n° 4, p. 869-893.

Lessard J.P. (1995), « International Acquisition of U.S. Based Firms : Shareholder Wealth Implications », *American Business Review*, vol. 13, n° 1, p. 50-58.

Limmack R.J. (1991), « Corporate Mergers and Shareholder Wealth Effects : 1977-1986 », *Accounting and Business Research*, vol. 21, n° 83, p. 239-252.

March J.G. (1991), « Exploration and Exploitation in Organizational Learning », *Organization Science*, n° 2 (Special Issue), p. 88-115.

Markides C.C., Oyon D. (1998), « International Acquisitions : Do they Create Value for Shareholders ? », *European Management Journal*, vol. 16, n° 2, p. 125-135.

Mathur I., De S. (1989), « A Review of the Theories of and Evidence on Returns Related to Mergers and Takeovers », *Managerial Finance*, vol. 15, n° 4, p. 1-12.

McConnell J.J., Nantell T.J. (1985), « Corporate Combinations and Common Stock Returns : The Case of Joint Ventures », *The Journal of Finance*, vol. 40, n° 2, p. 519-537.

Merchant H., Schendel D. (2000), « How Do International Joint Ventures Create Shareholder Value », *Strategic Management Journal*, vol. 21, p. 723-737.

Mitchell M.L., Lehn K. (1990), « Do Bad Bidders Become Good Targets ? », *Journal of Political Economy*, vol. 98, n° 2, p. 372-399.

Morck R., Shleifer A., Vishny R.W. (1990), « Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions », *The Journal of Finance*, vol. 45, p. 31-49.

Morck R., Yeung B. (1991), « Foreign Acquisitions : when Do they Make Sense ? », *Managerial Finance*, vol. 17, n° 6, p. 10-18.

Navatte P. (1978), « Les réactions du marché boursier français à l'annonce d'une opération de fusion-absorption : le cas français 1962-1974 », *Analyse financière*, n° 34, p. 102-117.

Penrose E. (1959), *The Theory of the Growth of the Firm*, John Wiley & Sons.

Peteraf M.A. (1993), « The Cornerstones of Competitive Advantage : A Resource-Based View », *Strategic Management Journal*, vol. 14, n° 3, p. 179-192.

Pettway R.H., Trifts J.W. (1985), « Do Banks Overbid when Acquiring Failed Banks ? », *Financial Management*, vol. 14, n° 2, p. 5-16.

Pettway R.H., Yamada T. (1986), « Mergers in Japan and their Impacts upon Stockholders' Wealth », *Financial Management* vol. 15, n° 4, p. 43-53.

Prahalad C.K., Bettis R.A. (1986), « The Dominant Logic : A New Linkage between Diversity and Performance », *Strategic Management Journal*, vol. 7, n° 6, p. 485-202.

Ravenscraft D.J., Scherer F.M. (1987), *Mergers, Sell-offs, and Economic Efficiency*, Brookings Institution, Washington.

Rumelt R.P. (1974), *Strategy, Structure and Economic Performance*, Harvard Business School Press.

Sharpe W.F. (1964), « Capital Asset Prices : A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk », *Journal of Finance*, vol. 40, n° 3, p. 425-442.

Singh H., Zollo M. (1999), *Post-Acquisition Strategies, Integration Capability, and the Economic Performance of Corporate Acquisitions*, Wharton School Working Paper.

Song M.H., Walkling R.A. (2000), « Abnormal Returns to Rivals of Acquisition Targets : A Test of the 'Acquisition Probability Hypothesis' », *Journal of Financial Economics*, vol. 55, n° 2, p. 143-171.

Walsh J.P. (1995), « Managerial and Organizational Cognition : Notes from a Trip down Memory Lane », *Organization Science*, vol. 6, n° 3, p. 280-321.

Wansley J.W., Lane W.R., Yang H.C. (1983), « Abnormal Returns to Acquired Firms by Type of Acquisition and Method of Payment », *Financial Management*, vol. 12, n° 3, p. 16-23.

Wansley J.W., Roenfeldt R.L., Cooley P.L. (1983), «Abnormal Returns from Merger Profiles », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 18, n° 2, p. 149-163.

Woolridge J.R., Snow C.C. (1990), «Stock Market Reaction to Strategic Investment Decision », *Strategic Management Journal*, vol. 11, p 353-363.

Yook K.C., McCabe G.M. (1996), « The Effect of International Acquisitions on Shareholders' Wealth », *The Mid-Atlantic Journal of Business*, vol. 32, n° 1, p. 5-18.

Yin R. (1994), *Case Study Research, Design and Methods*, 2nd Ed., Sage.

Yoshimori M. (1995), «Whose Company Is It ? The Concept of the Corporation in Japan and the West », *Long Range Planning*, vol. 28, n° 4, p. 33-44.