



HAL
open science

La création de valeur des alliances stratégiques et fusions-acquisitions : justification comparative par le modèle de mesure de la valeur financière. Cas des sociétés du SBF 250

Fateh Saci

► **To cite this version:**

Fateh Saci. La création de valeur des alliances stratégiques et fusions-acquisitions : justification comparative par le modèle de mesure de la valeur financière. Cas des sociétés du SBF 250. Gestion et management. Université Nice Sophia Antipolis, 2013. Français. NNT : 2013NICE0041 . tel-01246699

HAL Id: tel-01246699

<https://theses.hal.science/tel-01246699>

Submitted on 4 Jan 2016

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

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



UNIVERSITE DE NICE SOPHIA-ANTIPOLIS
INSTITUT D'ADMINISTRATION DES ENTREPRISES
Laboratoire GREDEG-CNRS UMR 7321
250, Rue Albert Einstein, Bâtiment 2
06560 Valbonne Sophia-Antipolis



ED.513. Domaine Trotabas
Avenue du Doyen Louis Trotabas
06050 Nice Cedex 1

THESE

en vue de l'obtention du
Doctorat en Sciences de Gestion
Délivré par l'Université de Nice Sophia-Antipolis
Institut d'Administration des Entreprises

**LA CREATION DE VALEUR DES ALLIANCES
STRATÉGIQUES ET DES FUSIONS-ACQUISITIONS :
JUSTIFICATION COMPARATIVE PAR LE MODÈLE DE
MESURE DE LA VALEUR FINANCIÈRE**

« CAS DES SOCIETES DU SBF 250 »

Présentée et soutenue publiquement le **18 décembre 2013** par
Fateh SACI

JURY :

Directeur de thèse : **Monsieur Boualem ALIOUAT**
Professeur des Universités, Université de Nice Sophia Antipolis

Rapporteurs : **Monsieur Faouzi BENSEBAA**
Professeur des Universités, Université de Paris VIII
Monsieur Eric SEVERIN
Professeur des Universités, Université de Lille 1, IAE de Lille

Suffragants : **Monsieur Grégory HEEM**
Maître de Conférences, Université de Nice Sophia Antipolis
Monsieur Robert PATUREL
Professeur des Universités, Université de Bretagne occidentale, IAE de Brest



L'Université n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses. Ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.



LA CREATION DE VALEUR DES ALLIANCES STRATÉGIQUES ET DES FUSIONS-ACQUISITIONS : JUSTIFICATION COMPARATIVE PAR LE MODÈLE DE MESURE DE LA VALEUR FINANCIÈRE. « CAS DES SOCIÉTÉS DU SBF 250 »

Résumé

Les alliances stratégiques et les fusions-acquisitions sont théoriquement considérées aujourd'hui comme de véritables leviers de création de valeur. Cette création de valeur prend différentes formes, à savoir essentiellement une valeur stratégique, une valeur substantielle, une valeur institutionnelle et une valeur financière (notamment actionnariale). C'est cette dernière qui retient spécifiquement notre attention. L'objectif de ce travail de recherche, après avoir analysé les résultats des travaux empiriques réalisés sur l'impact des annonces d'acquisitions portant sur la performance boursière, est de répondre à deux questions fondamentales. La première question est de savoir si à un horizon plus ou moins lointain, la performance boursière des acquisitions coïncide avec la performance réelle, et si par conséquent cette forme de croissance externe peut se justifier par la motivation financière des dirigeants ou actionnaires. La deuxième question est de savoir si cette hypothèse formulée se vérifie également pour le cas des alliances, établissant par la même une comparaison avantageuse en faveur de l'une ou l'autre des options de croissance externe. Nos résultats montrent en définitive que sur le court terme l'annonce d'une alliance a un impact négatif sur la performance contrairement à l'annonce d'une fusion ou d'acquisition, tandis que d'autre part sur le long terme, il n'y a aucun impact positif (impact neutre) sur la performance financière qu'il s'agisse de l'alliance stratégique ou de la fusion-acquisition. Nous expliquons ce résultat par un phénomène de « création de valeur compensatoire » dans le cadre d'une intention *stratégico-financière*.

Mots clés: Alliances stratégiques, fusions-acquisitions, stratégie de croissance externe, création de valeur financière, création de valeur compensatoire, valeur boursière, économétrie des données de panel.

Laboratoire: Groupe de Recherche En Droit, Économie, Gestion (UMRCNRS UNS 7321)

THE VALUE CREATION OF STRATEGIC ALLIANCES AND MERGERS & ACQUISITIONS: A COMPARATIVE JUSTIFICATION THROUGH A MEASUREMENT BASED ON FINANCIAL VALUE MODEL. "THE EMPIRICAL CASE OF SBF 250 FIRMS"

Abstract

Strategic alliances and mergers & acquisitions are theoretically now considered as real levers of value creation. This value creation takes different forms, essentially strategic value, substantial value, institutional value and financial value (including shareholders). This latter holds our attention specifically. The objective of our research, after analyzing the results of empirical works focused on the acquisition announcements impact on the stock market performance, is to answer two fundamental questions. The first question is to know that if, on a more or less distant horizon, the stock market performance of acquisitions coincides with the actual performance and so if this form of acquisitions can be justified by the financial motivation of CEOs or shareholders. The second question is to know that if this hypothesis is also true in the case of alliances, establishing by the way an advantageous comparison in favor of one or other of the external growth options. Our final results show that in the short term the announcement of an alliance has a negative impact on performance as opposed to the announcement of a merger & acquisition, while other hand on the long-term, there is no positive impact (neutral impact) on financial performance whether it be the strategic alliance or merger & acquisition. We explain this result by the phenomenon of "creation of compensatory value" in the context of a strategic and financial plan.

Key words: Strategic alliances, mergers & acquisitions, external growth strategy, financial value creation, creation of compensatory value, market value, econometric of panel data.

Research unit: Groupe de Recherche En Droit, Économie, Gestion (UMR CNRS UNS 7321)



Dédicaces

A

Ma mère Djida et mon père Ahmed

Ma sœur et mes frères

Ma famille

Mes amis

REMERCIEMENTS

L'achèvement de cette thèse n'aurait eu lieu sans l'aide, le soutien, la contribution, la participation de plusieurs personnes. Qu'elles soient, par ces lignes, remerciées.

Tout d'abord, je remercie très sincèrement mon directeur de thèse, le Professeur Boualem ALIOUAT. Sa disponibilité, sa confiance et ses conseils m'ont été précieux tout au long de cette recherche. Je vous témoigne toute ma reconnaissance.

Mes remerciements s'adressent également aux Professeurs Faouzi BENSEBAA et Eric SEVERIN qui me font l'honneur d'être les rapporteurs de cette thèse.

Je suis très reconnaissant aux Professeurs Grégory HEEM et Robert PATUREL qui ont accepté de participer au jury de thèse.

Je remercie très particulièrement M. Tarek BEN NOAMENE et Mme Meriam BOUAZIZ-CHIHI de m'avoir beaucoup aidé. Leur aide et leurs conseils ont été déterminants.

Je remercie également Hassen, Meriam et Rafik de m'avoir aidé dans la démarche économétrique.

J'ai une pensée particulière pour tous les membres du GREDEG et de l'IAE : chercheurs, enseignant chercheurs, ingénieurs, techniciens, personnel administratif, ainsi que tous les docteurs et doctorants qui ont apporté un soutien à mon travail de recherche.

Je suis reconnaissant envers ceux qui ont accepté de relire ce manuscrit et de m'apporter leurs conseils et remarques. Je pense en particulier à M^{me} Angélique BRILLET, M. Gilles BRILLET, M^{elle} Clarisse DIRE et naturellement mon directeur de thèse.

Mes pensées vont aussi à tous ceux qui, de près ou de loin, m'ont soutenu avec leurs conseils avisés et leurs encouragements, notamment serge AGBODJO, Brahim GANA, Chaker BOUGHANBOUZ et Naïm ZIDANE.

Je sais gré au personnel des bibliothèques de l'université de Nice (campus St –Jean d'Angély et Trotabas), au personnel de l'Université de Paris Dauphine, notamment M. Alexandre FAURE. Et surtout un grand merci au personnel de l'école doctorale DESPEG et en particulier Mme E. GAZANO.

Finalement, je voudrais remercier mes parents et ma petite famille pour leur patience et leur soutien pendant mes longues années d'études. Je les remercie encore plus d'avoir toujours été là pour moi.

SOMMAIRE

INTRODUCTION GÉNÉRALE.....	13
1. Intérêt de la recherche sur la création de valeur financière des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions.....	20
2. La problématique et les questions de recherche.....	23
3. La démarche adoptée pour répondre à la problématique de la recherche	27
3.1. Démarche théorique	27
3.2. Démarche méthodologique	28
4. Architecture de la thèse	29
PREMIÈRE PARTIE	32
LA JUSTIFICATION DE LA CROISSANCE EXTERNE PAR LA CRÉATION DE VALEUR : CAS COMPARÉS DES ALLIANCES STRATÉGIQUES ET DES FUSIONS-ACQUISITIONS	32
Chapitre 1	35
LES OPÉRATIONS DE CROISSANCE EXTERNE ET LA CRÉATION DE VALEUR : ALLIANCES STRATÉGIQUES VERSUS FUSIONS-ACQUISITIONS.....	35
Section 1 : LES OPÉRATIONS DE CROISSANCE EXTERNE : LES ALLIANCES STRATÉGIQUES (ANALYSE MULTI-NIVEAUX).....	36
1. Les opérations de croissance interne et externe	36
2. Analyse théorique des alliances stratégiques	42
Section 2 : LES OPÉRATIONS DE CROISSANCE EXTERNE : LES FUSIONS-ACQUISITIONS (ANALYSE MULTI-NIVEAUX)	60
1. Analyse théorique des fusions-acquisitions	60
2. Motifs de recours aux fusions-acquisitions.....	66
3. Les risques et inconvénients des fusions-acquisitions	70
4. L'accroissement de la performance dans le cadre des stratégies de fusions-acquisitions	71
5. Focus sur les principaux travaux de recherche dans le domaine sur les fusions-acquisitions.....	77
Section 3 : L'APPROCHE CONCEPTUELLE DE LA CRÉATION DE VALEUR.....	84
1. La création de valeur	84
2. Les outils de mesure de la création de valeur.....	91
Chapitre 2	111
PERSPECTIVES DE LA CRÉATION DE VALEUR	111
PAR LES ALLIANCES STRATÉGIQUES	111
ET LES FUSIONS-ACQUISITIONS	111
Section 1 : LA CRÉATION DE VALEUR POUR L'ACTIONNAIRE ET LE MANAGEMENT PAR LA VALEUR SUBSTANTIELLE	111
1. La création de valeur pour l'actionnaire	111
2. Le management par la valeur substantielle	116
3. La difficulté d'une définition universelle pour la « création de valeur ».....	119
4. Les différents leviers de création de valeur.....	122
Section 2 : VERS LE MODÈLE D'ANALYSE STRATÉGICO-FINANCIER.....	128
1. Finance et stratégie, quels points communs ?	129
2. Liens de convergences et divergences entre la finance et la stratégie	134
Section 3 : CONTRIBUTION THÉORIQUE SUR LA RELATION AS/CV ET F&A/CV	141
1. La contribution du pilotage stratégique dans la création de valeur.....	141
2. L'approche dynamique du pilotage par la Valeur	145

3. Aspects théoriques des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions.....	158
DEUXIÈME PARTIE	168
ANALYSE EMPIRIQUE DE LA MESURE DE LA VALEUR FINANCIÈRE CRÉÉE PAR LES ALLIANCES STRATÉGIQUES ET LES FUSIONS-ACQUISITIONS.....	168
Chapitre 3	173
MODELE ET METHODOLOGIE DE LA RECHERCHE	173
Section 1 : HYPOTHÈSES DE RECHERCHE	173
1. Les courants théoriques face aux alliances stratégiques et les fusions-acquisitions dans la perspective de création de valeur	174
2. Les résultats des travaux empiriques antérieurs	186
3. Justification des variables.....	189
4. Hypothèses de recherche	191
Section 2 : DÉFINITION DES VARIABLES, ÉPISTEMOLOGIE ET DESIGN DE RECHERCHE	197
1. Définition et opérationnalisation des variables	197
2. Le positionnement épistémologique « aménagé »	203
3. Le design de recherche	211
Section 3 : LE CHOIX MÉTHODOLOGIQUE	212
1. Échantillon et données	214
2. Sources des données.....	226
3. Présentation des données et modèle économétrique	226
Section 1 : Présentation des résultats réalisés sur les statistiques descriptives	239
Chapitre 4	241
ANALYSE ET INTERPRÉTATION	241
DES RÉSULTATS OBTENUS	241
Section 1 : PRÉSENTATION DES RÉSULTATS RÉALISÉS SUR LES STATISTIQUES DESCRIPTIVES	243
1. Statistiques descriptives et analyse des statistiques descriptives	243
2. Tests de comparaison des moyennes.....	246
3. Analyse descriptive des deux groupes : Alliances stratégiques et fusions-acquisitions	252
Section 2 : LES DÉTERMINANTS DE LA PERFORMANCE FINANCIÈRE : ANALYSE DES RÉSULTATS DE RÉGRESSION.....	255
1. Résultats	255
2. Analyse des résultats	260
Section 3 : DISCUSSION ET INTERPRÉTATION DES RÉSULTATS DE LA RECHERCHE	287
1. Discussion des résultats à court terme.....	287
2. Discussion des résultats à long terme.....	289
CONCLUSION GÉNÉRALE	296
BIBLIOGRAPHIE	306
ANNEXES	340
LISTE DES TABLEAUX.....	421
LISTE DES FIGURES.....	423
LISTE DES GRAPHIQUES	424
LISTE DES ANNEXES.....	425
LISTE DES ACRONYMES	427
TABLE DES MATIÈRES	428

INTRODUCTION GÉNÉRALE

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

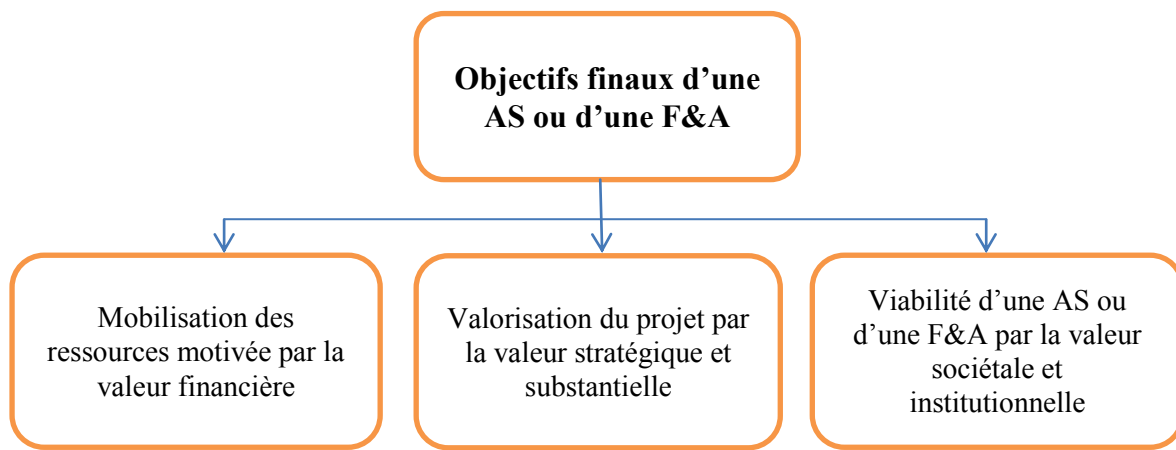


Figure 1 : Objectifs finaux d'une AS ou d'une F&A, adaptée du travail

(Aliouat et Taghzouti 2009)

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

Aujourd'hui, avec la situation économique nouvelle et les crises financières qui se multiplient, les alliances stratégiques et les fusions-acquisitions¹ (voir figures 14, 15, 16) sont devenues deux des moyens les plus adaptés pour faire face à une éventuelle crise interne ou externe,

¹ Malgré la crise de 2007, la même année le nombre des F&A a atteint un sommet et c'est à partir de ces données que l'on peut raisonnablement conclure que les F&A peuvent être des réponses pour remédier à une crise ou au contraire une opportunité destinée à profiter des entreprises fragiles cibles. (cf. figures 14, 15, 16). Selon les chiffres définitifs du fournisseur de données Thomson Financial, publiés jeudi 3 janvier 2008.

mais aussi pour faire face à une concurrence intense, intégrer un nouveau marché, réduire ou minimiser les coûts, maximiser les profits, compléter une gamme, se développer sur de nouveaux marchés, acquérir une technologie ou un savoir-faire, obtenir des ressources rares, conserver certaines ressources, innover, etc. (Jacquot et Koehl, 1998). En somme, des stratégies de préservation, de captation, de création ou d'obtention de la valeur actuelle ou nouvelle au sens de Paturel (2011).

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

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

Par ailleurs, les chercheurs sont de plus en plus intéressés par ce phénomène des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions. Qu'il s'agisse d'en comprendre les leviers d'action, la dynamique des projets, l'organisation relationnelles, les intentions stratégiques ou encore la mortalité, le chercheur est nécessairement en quête de modélisations nouvelles. Nous constatons que d'une part, les différents travaux de recherche ne font que participer à la *complexification* des modèles théoriques, et que d'autre part, la convergence de modèles permet d'enrichir l'émergence à la fois des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions, leur conduite, et par conséquent leur performance.

De ce fait, c'est la création de valeur financière des alliances et des fusions-acquisitions qui nous interpelle. Il est bien de préciser que la littérature sur la création de valeur financière à long terme des fusions-acquisitions est abondante, ce qui n'est pas le cas pour les alliances stratégiques, sauf pour la performance boursière où l'on constate que de nombreux travaux ont été réalisés sur ces deux types de stratégies. Et comme l'objet de notre recherche est de mesurer la valeur créée par chacune de deux options stratégiques, pour ensuite faire une étude comparative sur la performance des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions en mesurant leurs valeurs créées, nous sommes obligés de nous référer à la littérature sur les fusions-acquisitions pour tout ce qui concerne la création de valeur financière à long terme car

il y a très peu de travaux sur la mesure de la création de valeur financière des alliances stratégiques.

Le lien entre fusions-acquisitions, les alliances stratégiques et création de valeur

Nous notons d'abord que les fusions et acquisitions ont une importance capitale dans la politique de développement de l'entreprise. Elles permettent la réalisation de synergies opérationnelles et financières (Seth, 1990 ; Smith et Kim, 1994), un accroissement rapide de la taille, un accès aux connaissances et compétences stratégiques, une valorisation boursière supérieure (Commissariat Général au Plan, 2002), une meilleure utilisation des actifs (Healy et al., 1990 ; Shleifer et Vishny, 2003) et du potentiel fiscal (Jensen et Ruback, 1983), la maîtrise des chocs industriels (Mitchell et Mulherin, 1996), et une augmentation de la part de marché et des barrières à l'entrée en réduisant la pression concurrentielle (Porter, 1986 ; Mueller, 1992). L'objectif principal est la création de valeur financière qui dépend souvent de la nouvelle méthode de pilotage des différentes étapes d'intégration et de gestion de la nouvelle entité dans un environnement où la croissance rapide des connaissances techniques et les incertitudes liées au changement technologique rendent difficile et complexe la création constante d'innovation dans une situation de concurrence globalisée. Or, face à cet impératif, il est parfois difficile, même pour les grandes sociétés, d'innover en permanence. A ce titre, les fusions-acquisitions, contrairement aux alliances stratégiques, se proposent comme un moyen d'acquisition rapide de connaissances et de techniques déjà finalisées. Elles peuvent s'inscrire également dans une logique de création de valeur et de poursuite de la trajectoire normale du secteur.

D'un autre côté, la théorie des marchés concertés et les théories de la firme considèrent que les alliances se substituent aux relations d'échange sur un marché, à une participation concertée, à une activité commune productrice de valeur. Ainsi, d'un point de vue stratégique, l'alliance ne se limite pas à une économie de coûts (*approche défensive* de la théorie des coûts de transaction). Elle s'inscrit aussi dans une *perspective offensive* de maximisation des profits (notamment par la conquête de pouvoir de marché) : l'alliance contribue alors au positionnement concurrentiel des entreprises (leur avantage concurrentiel) (Bensebaa, 2000).

Au demeurant, elle pourrait être non seulement un moyen d'obtention des ressources rares, dont les entreprises auraient besoin, mais aussi un moyen de conservation de certaines ressources dont le besoin immédiat n'est pas exprimé (Resource-Based View : approche par les ressources au sens de Barney (1991) ou Wernerfelt (1984)). Das et Teng (2000), défendant cette dernière idée, précisent que les entreprises sont motivées à former des alliances

stratégiques, non seulement pour accéder aux ressources qu'elles ne possèdent pas (obtention des ressources), mais également pour protéger les leurs à travers une structure coopérative appropriée.

L'alliance stratégique peut également s'inscrire dans un schéma économiquement moins rationnel. Le modèle de l'apprentissage organisationnel, par exemple, présente l'alliance interentreprises comme un moyen classique de transfert d'informations et de savoir-faire permettant aux partenaires de préserver des positions de leadership. L'alliance présente alors plusieurs aspects. Elle peut impliquer, d'une part, une forme de collusion qui peut être analysée sous le prisme de la théorie des jeux. L'alliance y est perçue comme un jeu à somme non nulle laissant apparaître des gains, certes inégaux, mais toujours positifs sur un marché concerté, limitant les issues dissymétriques dans l'exécution de l'accord (Aliouat, 1993,1996).

Elle peut aussi, d'autre part, engager une dynamique de réseau social et de jeux de rôles qui remet en partie en cause la théorie des coûts de transaction qui ne prendrait pas suffisamment en compte les intentions sociales des acteurs (Meschi, 2006 ; Angot et Josserand, 1999 ; Lecocq, 1999).

Enfin, la fusion-acquisition et l'alliance stratégique, sans jamais renoncer à leurs objectifs de création de valeur, s'avèrent parfois être des instruments efficaces de visibilité institutionnelle pour une ou plusieurs entreprises (Baum et Oliver, 1991 ; Aliouat et Taghzouti, 2007, 2009).

Cependant, pour bien comprendre la mesure de la création de valeur financière des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions, le recours à plusieurs modèles est inévitable.

La question de savoir si les alliances stratégiques et les fusions-acquisitions créent ou non de la valeur amène des réponses multiples. Nous trouvons le plus souvent, comme nous l'avons évoqué précédemment : l'accès à une nouvelle technologie ou à une compétence connexe, les économies d'échelle et de champ, le partage des risques et des incertitudes, l'apprentissage inter-organisationnel, la facilité d'accès aux marchés et aux autorités de certains pays, ou encore la conservation et la fertilisation des ressources en excès (Das et Teng, 2000).

La performance des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions peut être aussi définie à partir de perspectives théoriques distinctes. Elle peut être définie comme la réalisation d'objectifs communs, mais aussi comme la réalisation d'objectifs propres à chacun des partenaires envisagés isolément (Das et Teng, 1998, 2000). Elle peut être une référence à des résultats concrets, voire chiffrés ou simplement une conformité à une tendance plus ou moins précise. Elle peut être évaluée sur un horizon à court ou long terme. Elle peut inclure des

effets directs et/ou indirects sur la préparation de l'avenir et les stratégies. Elle peut être fondée sur la création de relations interentreprises ou personnelles (au sens des théories néo-institutionnelles, de ressources et d'apprentissage organisationnel) ; et ses perspectives peuvent être liées au temps (longévité, stabilité,...). Enfin, des courants de recherche récents considèrent la performance comme un degré de « satisfaction » et elle est alors en grande partie subjective (Anderson, 1990 ; Glaister et Buckley, 2002 ; Beamish et Kachra, 2004,...).

Par conséquent, deux méthodes sont souvent empruntées par les chercheurs pour mesurer ces effets. La première préconise le recours aux critères subjectifs pour juger la performance d'une alliance, par exemple, le degré de satisfaction des partenaires de l'alliance (Anderson, 1990 ; Glaister et Buckley, 1998). La deuxième méthode, quant à elle, prône des critères objectifs comme la durée ou la longévité, la stabilité de l'alliance, les impacts de l'alliance sur la position concurrentielle, les valeurs des ventes, et tous les indicateurs de la création de valeur financière² ainsi que la valeur boursière (Hubler & Meschi, 2000 ; Kola & Prescott, 2002 ; Young-Ybarra & al., 2001 ; etc.).

La finalité d'une entreprise, pour Gilber & Parlier (1992), est de développer ses compétences en continu, l'enjeu final étant évidemment la création de valeur³. L'autorité française des normes comptables rappelle la prégnance de ce thème. Cependant, l'approche financière ne donne qu'un aperçu de la création de valeur par l'entreprise, négligeant l'analyse des mécanismes à l'origine de cette valeur. Anderson (1990) ne considère la performance que dans le cadre subjectif de la satisfaction des partenaires, Hoarau & Teller (2001) observent qu'« *on ne peut comprendre la valeur donnée par le marché sans l'adosser à la valeur construite par les acteurs* ». D'autres auteurs comme Pesqueux (1990), Teller (1995), Dupuy (1995), Gensse (1995), et Caby et Hyrigoyen (1997) critiquent également les méthodes quantitatives.

Les travaux de ces derniers montrent que l'information comptable et financière s'appuie sur des références utilitaristes qui privilégient les valeurs marchandes au détriment des valeurs existentielles⁴. Le système d'information comptable, d'après Cappelletti (2005), renvoie au paradigme classique de la firme, celui de la maximisation du profit pour les actionnaires. Il ne

² Indicateurs comptables et financiers présentés dans le chapitre 1, section 3, point 1.1

³ L'autorité française des normes comptables rappelle la prégnance de ce thème. « *D'une manière plus générale, la représentation de la performance d'une entité économique, de sa capacité à générer des flux de trésorerie excédentaires ou à créer de la valeur est une problématique fondamentale en comptabilité* » (ANC 2011).

⁴ Cappelletti L., 2005, *la création de connaissances dans une recherche en audit et contrôle fondée sur l'expérience professionnelle*, congrès de l'AFC 2005.

permet pas d'éclairer les phénomènes d'organisation à l'œuvre dans l'entreprise. De plus, en tant que pratique sociale, le chiffrage comptable reste hautement controversable (Colasse, 1996, 2002) et peut déformer la réalité (Lebraty et Teller, 1997). Savall (1989) parle ainsi de "*boîte noire comptabilité*" et montre que les Investissements Intellectuels, Incorporels et Immatériels (les « 4I »), indicateurs de performance future, sont souvent cachés par le système d'information comptable. C'est pourquoi, les méthodes comptables et financières décrites, par exemple, par Combes et Labrousse (1997), n'éclairent au mieux, et imparfaitement, que la performance de l'entreprise dans son actualité et non dans ses potentialités. Autrement dit, l'information comptable et financière ne produit pas d'intelligence économique que Bloch (1996) définit comme des informations utiles aux managers et aux actionnaires pour la prise de décision.

Malgré ces critiques sur les critères quantitatifs de mesure de la performance, nous ne devons pas oublier que la survie d'une entreprise, selon Gilber & Parlier (1992), ne peut être qu'une conséquence des résultats financiers mesurés réellement.

Notre approche relève de la conception de mesures basées sur les critères quantitatifs (Ventkatraman et Ramanujam, 1986 ; Ventkatraman et Prescott, 1990 ; Al Ehrbar, 2000 ; Bogliolo, 2000). Cependant, si nous acceptons l'idée des performances perçues créées (Hamel, 1991 ; Das et Teng, 1998 ; Aliouat et Taghzouti, 2007, 2009), notamment sur la création de valeur stratégique, la création de valeur substantielle ainsi que la création de valeur institutionnelle, et si les managers confirment que toutes ces valeurs créées sont positives, naturellement en pratique, alors nous devons le constater, au moins à minima, en mesurant la création de valeur financière réelle (à long terme).

Avant d'entamer le premier chapitre, quatre points essentiels sont à proposer préalablement dans ce cadre introductif. Nous commençons par éclairer l'intérêt d'une recherche sur la création de valeur des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions (1) ; puis nous présentons la problématique de recherche (2) ; ensuite nous précisons la démarche adoptée pour aborder notre problématique de recherche (3) et enfin nous présentons l'architecture de notre travail doctoral d'une façon schématisée pour en faciliter la lecture (4).

1. Intérêt de la recherche sur la création de valeur financière des alliances stratégique et des fusions-acquisitions

L'idée de travailler sur cette question n'était pas un hasard, mais un choix, conscient et délibéré avec notre Directeur de thèse, pour lequel nous avons opté en nous intéressant à ses travaux.

En examinant, entre autres, la plupart de ses écrits, qui sont d'ailleurs nombreux sur l'axe des alliances, nous en avons déduit qu'il y a encore des questionnements insuffisamment développés. Ces questionnements concernent particulièrement les hypothèses sur la performance des fusions-acquisitions et leur validation sur le cas des alliances stratégiques.

Aliouat (1993, 1996), lorsqu'il analyse les résultats des travaux empiriques déjà réalisés sur l'impact des annonces d'acquisitions sur la valeur boursière et dans lesquels il a constaté que l'impact était positif, a formulé les deux questions suivantes :

- Dans un horizon plus ou moins lointain, la performance boursière des acquisitions coïncide-t-elle avec la performance réelle ?
- Est-ce que la confirmation des hypothèses formulées et vérifiées par les auteurs reste valide pour le cas des alliances ?

Dans le cadre de notre travail de recherche, nous avons mesuré la création de valeur boursière et la création de valeur financière réelle, avant et après la conclusion d'une alliance stratégique et avant et après l'opération de fusion ou d'acquisition⁵.

Nous savons, par ailleurs, que la performance des alliances interentreprises, d'une manière générale, est un construit multidimensionnel (Anderson, 1990) dont les outils de mesure sont parfois contradictoires et changeants (Ohmae, 1990). Pour ce dernier, le caractère changeant des mesures de la performance des alliances est naturel parce que les contrats d'alliances varient remarquablement. Par conséquent, la structure des avantages ou de la valeur créée (ou capturée) ou bien des bénéfices générés d'une action collective change aussi avec le temps (Anderson, 1990), autrement dit avec son évolution. Certes, la réussite d'une alliance stratégique ou d'une fusion-acquisition ne va pas dépendre de l'existence d'un droit de propriété (Das et Teng, 2000).

⁵ Dans le cadre de ce travail de recherche nous utilisons à chaque fois le terme fusion-acquisition, alors que notre échantillon est constitué en plus grande partie par des acquisitions.

C'est la raison pour laquelle nous exposons, dans la suite de cette thèse notre travail en mettant l'accent sur la création de valeur par l'introduction d'une double dimension temporelle (court et long terme). Cette orientation de notre analyse nous conduit à l'élaboration d'une étude empirique, dans laquelle nous nous intéressons à l'aspect conceptuel basé sur la logique d'efficience (les apports économique et financiers). Notre échantillon est constitué de 75 alliances stratégiques, 87 fusions-acquisitions et notre analyse est faite sur 2 étapes. La première étape est sur le court terme où l'on a une variable à expliquer pour mesurer la création de valeur boursière par le biais de RA (Rendement Anormal) et ses dérivés (RAC, RAM et RAMC). La deuxième étape est sur le long terme, et afin de mesurer la création de valeur financière, nous avons utilisé 3 variables à expliquer (création de valeur financière représentées par ROA, ROE, PBR, 6 variables explicatives et 2 variables de contrôle.

Afin d'analyser nos données, nous nous sommes référés au test de *student* pour l'analyse de la création de valeur boursière, le test de comparaison des moyennes et l'estimation de données de panel pour l'analyse de la création de valeur financière (réelle).

En tenant compte de cette démarche que nous poursuivons dans la suite de notre analyse, notre cadre de réflexion s'articule autour de la problématique majeure qui est exposée dans ce qui suit :

Notre cadre de réflexion

Du fait de l'abondance de la littérature sur les alliances stratégiques et les fusions-acquisitions, nous avons structuré notre travail selon un plan qui part du général au particulier. Nous n'avons pas voulu entrer directement dans le vif de notre sujet, mais nous avons d'abord réfléchi sur le phénomène des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions dans leur ensemble. Ceci nous a permis d'enrichir notre partie théorique qui a orienté, en grande partie, notre protocole de recherche par la délimitation des variables essentielles de la création de valeur financière. Le développement en question, mettra en lumière les principaux points suivants que nous discuterons dans la première partie :

- Une étude des frontières des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions, tant sous l'aspect de leur origine historique, de leur substance, de la variété de leur forme et de leur particularité par rapport aux autres formes d'actions collectives.

- Un examen profond d'une approche typologique des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions afin de voir dans quelle mesure cette approche typologique porte un éclaircissement de l'analyse des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions.
- Un examen profond sur la création de valeur financière, le choix des variables à expliquer ainsi que les motivations de ces choix.
- Une présentation des voies de recherches dans le domaine des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions pour s'y positionner ensuite.

La recherche de la création de valeur financière tient une place importante dans les préoccupations fondamentales des entreprises et des actionnaires en particulier. Les recherches relatives aux liens entre stratégies et performances sont au cœur des thèmes récurrents et fédérateurs des sciences de gestion depuis les travaux fondateurs de : Chandler, 1962 ; Cameron, 1986 ; Quinn et Rohrbaugh, 1983, etc., jusqu'à la Resource and Skill Theory (Barney, 1991 ; Conner et Prahalad, 1996 ; Denglos, 2000) et Ventkatraman et Ramanujam, 1996 ; Ventkatraman et Prescott, 1990 ; Al Ehrbar, 2000 ; Bogliolo, 2000, sur la création de valeur réelle.

Certes, les entreprises qui cherchent des performances défendables et durables sont celles qui maîtrisent des ressources stratégiques non-imitables et difficilement négociables sur un marché donné (Barney, 1991 ; Doz et Hamel, 2000 ; Das et Teng, 2000). Parmi les nouvelles options stratégiques à recommander pour l'atteinte de cet objectif paraissent les alliances stratégiques et les fusions-acquisitions (Das et Teng, 2000 ; Kogut, 1988 ; Hennart, 1988 ; Dussauge et Garrette, 1995). Il est évident que pour parvenir à une performance défendable, les entreprises empruntent le chemin de faire ensemble en formant des alliances stratégiques (Dussauge, Garrette et Mitchell, 2004 ; Dussauge et Garrette, 1995 ; Contractor et Lorange, 1988).

Ainsi, le nombre des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions a augmenté de façon remarquable ces deux dernières décennies, à tel point que certains auteurs avançaient l'idée de la métamorphose des organisations (Aliouat, 2004). Ernst et Halevy (2001 : 87) parlent des frontières floues des entreprises. Ils ont écrit « *au cours des dix dernières années, les entreprises se sont métamorphosées : auparavant détentrices de la totalité de leurs actifs, elles sont devenues des organisations aux frontières floues, liées à des dizaines de partenaires par le biais d'alliances stratégiques* » et observant le même cas pour les fusions-acquisitions, en particulier les fusions-acquisitions symbiotiques.

Toutefois, les recherches en sciences de gestion s'intéressent abondamment à la genèse de ce phénomène organisationnel et à son évolution. Les alliances stratégiques et les fusions-acquisitions occupent une part importante de l'axe de recherche en termes de création de valeur boursière ou à court terme⁶, notamment les travaux de J.Hubler et P.Meschi, 2000 ; Dodd, 1980 ; Travlos, 1987 ; Huang et Walkling, 1987 ; Doukas et Travlos, 1988 ; Jennings et Mazzeo, 1991 ; Markides et Oyon, 1998, pour les cas des fusions-acquisitions et les travaux de : J.Hubler et P.Meschi, 2000 ; Mac Connel et Nontell, 1985 ; Finnerty et All, 1986 ; Lee et Wyatt, 1990 ; Koh et Venkatramen, 1991 ; Reuer et Miller, 1997 ; Jacquot et Koehl, 1998 ; Das et Al., 1998, réalisés sur les alliances stratégiques. A long terme⁷, nous constatons des écrits abondants sur la création de valeur financière pour le cas des fusions-acquisitions : Silhan et Howard, 1986 ; Karen et Schmidt, 1988 ; Morck, Shleifer et Vishny, 1990 ; Datta, Penches et Narayanan, 1992 ; Park, 2003 ; Yook, 2004 ; Perdreau, 1998 ; Harrison, Hitt, Hoskisson et Ireland, 1991 ; Camerlynck Ooghe et De Langhe, 2005, et le cas contraire pour les alliances stratégiques : Combs et Ketchen, 1999 ; Lorenzoni G. & Lipparini A., 1999 ; Reuer J. J. & Miller K. D., 1997 ; Deeds et Hill, 1996 ; Park, 1997 ; Baum, Calabrese et Silverman, 2000 ; Park et Dong-Sung, 1997.

De ce fait, nous avançons la problématique sur la mesure de la création de valeur financière des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions. Il s'agit d'amener à mieux comprendre, sur le court terme ainsi que sur le long terme, si les alliances stratégiques et les fusions-acquisitions créent de la valeur financière.

2. La problématique et les questions de recherche

Certes, le sujet des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions a été largement débattu et discuté, mais il reste encore quelques zones d'ombre qui n'ont pas été examinées, peut-être parce que les hypothèses ne sont pas exploitables, ou bien parce qu'elles demandent encore beaucoup d'efforts et d'investigations.

A notre connaissance, il n'existe pas beaucoup d'études empiriques analysant la mesure de la création de valeur financière (réelle) pour les cas des alliances stratégiques et également des études comparatives sur la création de valeur des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions.

⁶ Le court terme dans le cadre de ce travail fait référence à la création de valeur boursière.

⁷ Le long terme dans le cadre de ce travail fait référence à la création de valeur réelle.

Par conséquent, nous voulons connaître les motivations réelles de ce type de rapprochement d'entreprises, est-ce que ces entreprises ont des intentions financière ? des intentions stratégiques ? ou des intentions mixtes en faisant recours aux alliances stratégiques et aux fusions-acquisitions ? Si nous supposons que leurs intentions sont purement financières, est-ce que l'impact est positif, négatif ou neutre ?

C'est cette lacune que nous voudrions combler. Nous formulons ainsi la question de recherche. Nous récapitulons dans l'encadré ci-dessous la principale question à laquelle nous souhaitons répondre ainsi que les questions subsidiaires et afférentes.

Dans ce travail de recherche, nous souhaitons répondre à la question principale suivante : le recours aux stratégies de croissance externe, notamment les alliances stratégiques et les fusions-acquisitions, a-t-il un impact sur la création de valeur financière ?

La réponse à cette problématique nécessite tout d'abord de répondre aux deux questions de recherche suivantes :

- **L'annonce d'une alliance stratégique ou d'une fusion-acquisition a-t-elle un impact sur la valeur boursière ?**
- **Une alliance stratégique ou une fusion-acquisition a-t-elle un impact sur la création de valeur financière réelle ? Autrement dit, les alliances stratégiques et les fusions-acquisitions sont-elles des leviers de performance financière ?**

Pour répondre à ces questions, nous présentons la démarche retenue. Avant de l'aborder, nous précisons que nous nous situons du côté de l'actionnaire. Cette position ne signifie pas pour autant notre ignorance des autres parties prenantes (Albouy 2006)⁸, mais notre but est de bien cerner et développer un seul thème puisque les autres thèmes peuvent nécessiter, à eux seuls, plusieurs autres thèses. Telle est l'approche qui nous guide tout le long de ce travail.

⁸ "Privilégier la valeur actionnariale à long terme ne signifie pas pour autant ignorer les autres parties prenantes (stakeholders) et leurs attentes. Créer de la valeur pour les actionnaires nécessite d'avoir toujours plus de clients satisfaits avec de bons produits, développés par des employés motivés et de qualité, en liaison avec les meilleurs fournisseurs et sous-traitants possibles, tout en respectant les réglementations édictées par les pouvoirs publics. Recruter et retenir les meilleurs ingénieurs ou commerciaux est indispensable pour créer de la valeur. Pour pouvoir y arriver, il convient de leur donner des rémunérations et des conditions de travail attractives. Quant aux clients, inutile de rappeler combien l'entreprise doit être à leur écoute..."

La plupart des travaux empiriques réalisés à ce propos, énumérés précédemment, ne permettent pas de confirmer ou d'infirmer si les alliances stratégiques et les fusions-acquisitions créent de la valeur financière ou non, (dans la mesure où) ces études ont été réalisées dans des zones géographiques diverses, des environnements économiques et politiques différents et dans des périodes éloignées.

Nous nous intéressons à cette question en particulier à travers l'analyse des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions dont au moins un membre est de nationalité française⁹.

Comme nous l'avons expliqué précédemment, contrairement au phénomène des alliances stratégiques, le phénomène des fusions-acquisitions a pris une grande ampleur, que ce soit au niveau des entreprises ou au niveau des chercheurs. Le premier travail dans ce domaine est celui de Ronald Coase (1937). Il a mis l'accent sur le choix entre la croissance interne et la croissance externe ainsi que sur leur coût, en apportant un cadre de réflexion à la décision d'intégration verticale. Il a été suivi par Alfred Chandler (1962) qui s'est intéressé à la croissance externe en comparant la diversification liée et la diversification non liée.

Avec l'apparition de la théorie financière et stratégique à partir des années quatre-vingts, nous avons assisté à l'éclatement, si nous pouvons dire, d'une "bulle scientifique".

Toutes les voies ont été alors exploitées, et une grande partie de ces travaux a été consacrée à la création de valeur et aux performances de la croissance externe. Dans un environnement incertain, avec une dimension de risque élevée, la mesure précise des synergies attendues par l'opération et des sources de création de valeur relève d'une extrême difficulté. Une opération est supposée être créatrice de valeur, lorsque la somme de la valeur de la nouvelle entité fusionnée est supérieure à la somme de la valeur des deux entités travaillant indépendamment.

A cette question, diverses réponses ont été apportées, qui sont toutes considérées, aux yeux de leurs auteurs, comme étant objectives et fondées.

Ensuite, au milieu de toutes les problématiques traitées, nous avons choisi celle qui est la plus évoquée et qui est à la base de toutes les études, en l'occurrence la création de valeur financière.

Plusieurs méthodes ont donc été proposées, afin de mieux répondre aux exigences scientifiques, dans le but de donner une image plus claire aux questions posées. De tels

⁹ La présence d'une entreprise de nationalité française dans l'alliance stratégique ou d'une fusion-acquisition nous permet un accès plus commode aux informations.

principes ne sont pas facilement respectés lorsqu'il s'agit de confrontations idéologiques et parfois à la limite du champ scientifique. Cependant, les résultats trouvés sont parfois contradictoires et mitigés. Mais rappeler leurs limites et leurs difficultés ne signifie pas pour autant ignorer leur apport financier et stratégique et leur contribution à l'évolution scientifique. A ce jour, elles restent les seules utilisées dans la mesure de la performance des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions. Sans aborder le débat de philosophie financière largement controversé, nous pensons que de nouvelles définitions et conceptions de la création de valeur participent à l'émergence d'autres méthodes de mesure de la performance.

La figure suivante permet de résumer l'objectif de la thèse :

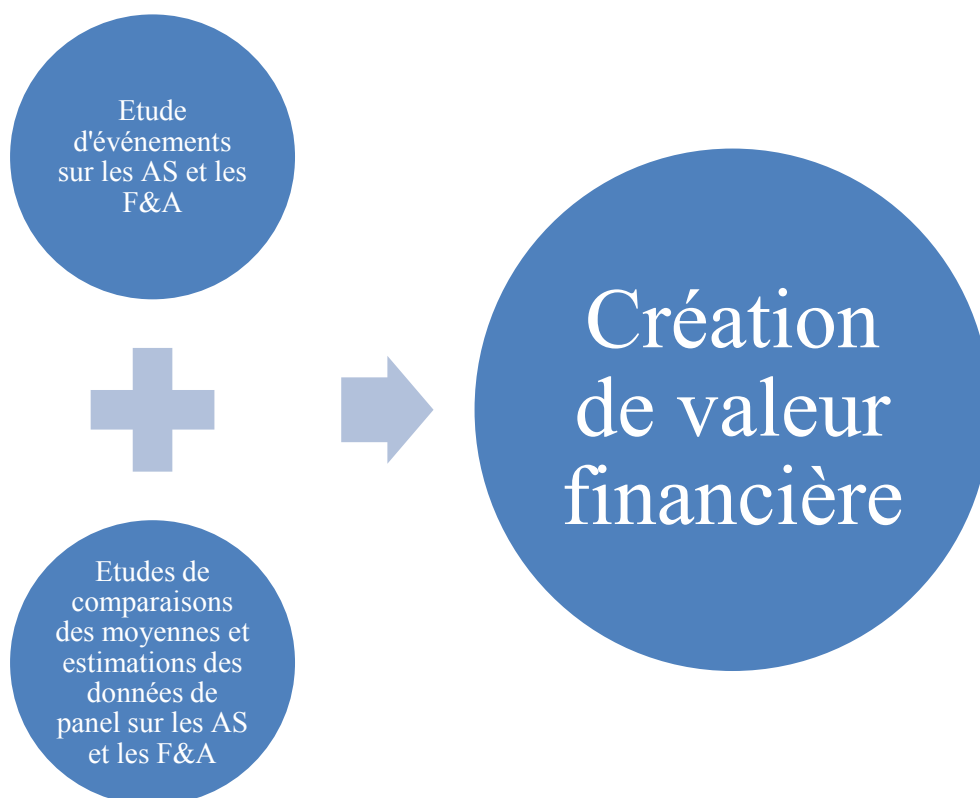


Figure 2 : Etapes suivies dans le cadre de notre travail de recherche

3. La démarche adoptée pour répondre à la problématique de la recherche

Notre recherche a adopté deux démarches : théorique (3.1) et méthodologique (3.2).

3.1. Démarche théorique

Notre démarche théorique a nécessité de sélectionner les bonnes références d'une littérature abondante sur les alliances stratégiques. Le travail d'exploration était de sélectionner parmi les travaux sur les alliances stratégiques et les fusions-acquisitions ceux qui se révélaient être pertinents pour notre recherche. La littérature examinée nous a permis de puiser dans la «caisse à outils» de plusieurs courants théoriques pour formuler notre question de recherche.

La théorie de l'efficacité de marché (FAMA, 1965) : Le principe pour mesurer la performance des AS ou F&A : les cours des titres, notamment à l'annonce de ces opérations, devraient intégrer cette nouvelle information et par conséquent fournir une évaluation de celle-ci. C'est pourquoi le concept de synergie est associé à cette théorie : selon celui-ci, la création de valeur liée à une AS ou F&A résulte principalement de la réunion des firmes.

La théorie des coûts de transaction (Coase, 1937 ; Williamson, 1985) : L'état de l'art examiné fait ressortir que la référence théorique dominante jusqu'au début des années 2000 est la théorie des coûts de transaction et en particulier, les travaux de Williamson. Outre que cette référence permet la construction d'une typologie intéressante en matière d'alliances stratégiques et les fusions-acquisitions, elle permet d'analyser et d'expliquer certaines questions telle que : pourquoi une firme opte-t-elle à former une alliance stratégique ou une opération fusion-acquisition plutôt que de recourir au marché ?

D'après la théorie des coûts de transaction, l'amélioration de la performance repose sur les arbitrages économiques menés par une entreprise et qui sont associés au rapport qui réside entre les coûts des prestations extérieures et celles réalisées en interne.

La théorie de l'agence (Jensen et Ruback, 1983) : La création de valeur (CV) est une résultante de la discipline managériale imposée par le marché financier, Le marché financier prend la forme d'un marché de « contrôle des sociétés ».

La théorie de ressources (RBV) (Penrose, 1959) : La théorie fondée sur les ressources perçoit une F&A, comme la conséquence d'opportunités saisies par une firme et une façon de se positionner dans un certain environnement. Cette théorie permet également d'enrichir

l'avantage concurrentiel (Porter, 1986), dans une vision où les alliances sont créées parce qu'elles donnent à des firmes les moyens de transférer des compétences, d'accéder à des ressources dont elles ont besoin, et de conserver celles dont le besoin immédiat n'est pas exprimé (Das et Teng, 2000).

3.2. Démarche méthodologique

Afin de répondre à cette problématique, nous nous sommes situés dans le paradigme **positiviste aménagé**, en adoptant une approche **hypothético-déductive** et une **approche interprétativiste**. L'analyse approfondie de la littérature nous a permis de faire émerger un ensemble d'interrogations, suppositions et réflexions qui ont été traduites par l'élaboration d'un modèle de recherche (Le Moigne, 1990).

Le recours aux données réelles nous permet de réaliser des vérifications empiriques du modèle construit.

Nous menons une étude sur une période longitudinale et sur un échantillon d'entreprises issues de l'indice **SBF 250**, observé sur la période **1999-2011**. Notre démarche économétrique fait appel à la méthode « des comparaisons des moyennes » et à « d'estimation sur données de panel » pour l'étude de la performance à long terme¹⁰ et le test de « *student* » pour l'étude de la performance à court terme¹¹ (l'étude de l'évènement).

Présentons maintenant l'ossature de notre thèse.

¹⁰ Dans le cadre de notre thèse : la création de valeur financière réelle a la même signification que la performance à long terme.

¹¹ Dans le cadre de notre thèse : la création de valeur boursière a la même signification que la performance à court terme.

4. Architecture de la thèse

Nous reproduisons ci-dessous un schéma descriptif de la structure de notre thèse.

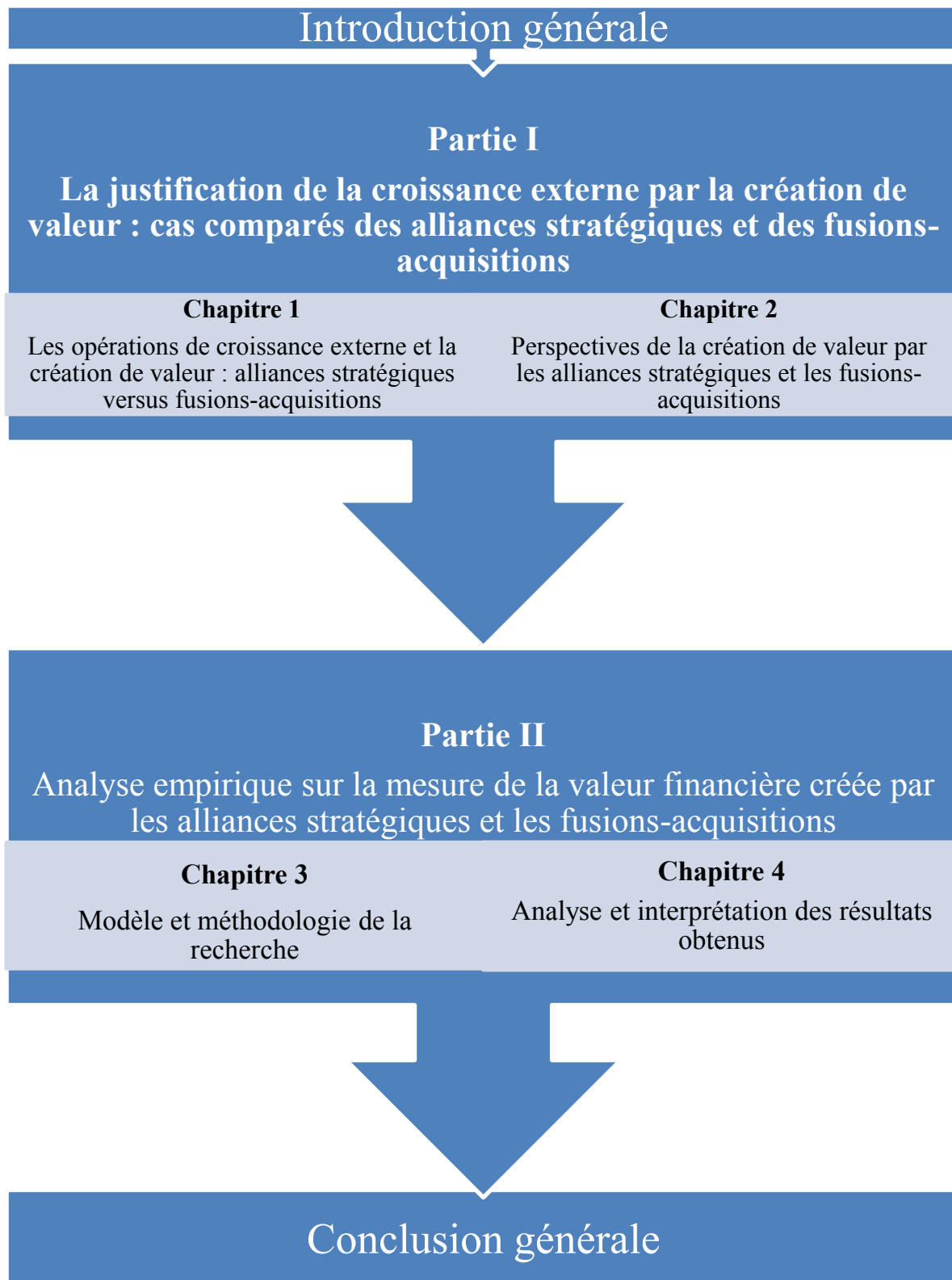


Figure 3 : Présentation schématique de la structure de la thèse

Deux parties composent ce travail. Chacune des parties est organisée autour de deux chapitres.

Dans la première partie, nous présentons le cadre théorique permettant d'analyser la relation entre l'alliance stratégique et la création de valeur financière et la relation entre la fusion-acquisition et la création de valeur financière.

Les alliances stratégiques et les fusions renvoient à un double référentiel théorique. Il s'inscrit simultanément dans le cadre des théories des ressources et dans le cadre des théories financières. Il n'existe pas, cependant, un cadre théorique unifié, ni pour les alliances stratégiques, ni pour les fusions-acquisitions.

Selon Michel Gervais (2003), les entreprises optent pour des stratégies de croissance externe, notamment pour des alliances stratégiques et/ou fusions-acquisitions, en grande partie pour atteindre les quatre objectifs suivants :

- 1- Une réalisation des économies de coûts (approche défensive) ;
- 2- Une maximisation des profits, notamment par la conquête de pouvoir de marché, (approche offensive) ;
- 3- Un moyen d'obtention des ressources rares dont les entreprises auraient besoin ;
- 4- Un moyen de conservation de certaines ressources dont le besoin immédiat n'est pas exprimé.

La première partie présente l'analyse théorique des alliances stratégiques, fusions-acquisitions et création de valeur financière de l'entreprise. Elle est divisée en deux thèmes (abordés dans les chapitres 1 et 2).

Le premier chapitre aborde les alliances stratégiques et les fusions-acquisitions. Ce chapitre est composé de trois sections dans lesquelles nous abordons les opérations de croissance externe, notamment les alliances stratégiques (section 1), les fusions-acquisitions (section 2) et l'approche conceptuelle de la création de valeur (section 3).

Le second chapitre a pour objectif de présenter la mesure de la valeur financière créée par les alliances stratégiques et les fusions-acquisitions. Il s'agit, dans un premier temps, d'apporter un éclairage sur la création de valeur pour l'actionnaire et le management par la valeur substantielle (section 1), puis, dans un second temps, de présenter un modèle d'analyse stratégique-financier (section 2) et enfin de porter un intérêt sur la contribution théorique sur la relation AS/CV et F&A/CV (section 3).

La deuxième partie présente, quant à elle, la démarche méthodologique et l'étude empirique (abordées dans les chapitres 3 et 4).

De ce fait, le troisième chapitre se développe en trois sections. La première est dédiée à la présentation du modèle de recherche qui se traduit par la formulation des hypothèses rendant compte des avancées de la littérature et des travaux empiriques antérieurs (section 1). Puis dans la deuxième section nous présentons les variables utilisées, le choix épistémologique ainsi que le design de recherche (section 2).

L'ensemble des hypothèses formulées font l'objet des vérifications empiriques dont l'architecture méthodologique qui sera ensuite détaillée (section 3).

Enfin, le quatrième et dernier chapitre analyse et interprète les résultats obtenus en trois sections. La première explicite la présentation des résultats des statistiques descriptives (section 1). La seconde procède à la vérification des déterminants de la performance financière en analysant les résultats de régression (section 2) et enfin nous présentons la discussion et l'interprétation des résultats (section 3). Cette partie présente nos résultats et les compare avec ceux formulés dans les travaux récents. Elle fournit également au lecteur, des explications sur la mesure de la création de valeur financière dans un cas précis, celui des sociétés françaises. A ce titre, ce présent travail conclut par une discussion sur les perspectives de recherche. Il formule aussi les limites et les différents points d'améliorations à apporter à notre recherche.

PREMIÈRE PARTIE

LA JUSTIFICATION DE LA CROISSANCE EXTERNE PAR LA CRÉATION DE VALEUR : CAS COMPARÉS DES ALLIANCES STRATÉGIQUES ET DES FUSIONS-ACQUISITIONS

Introduction de la partie 1

L'objectif de la première partie est de faire émerger un modèle théorique régissant la relation entre l'alliance stratégique ou la fusion-acquisition et la performance financière de la firme.

L'analyse de la littérature va nous permettre de mieux comprendre la problématique de l'alliance stratégique et de la fusion-acquisition dans le cadre de la performance financière des entreprises et de proposer un modèle théorique permettant de répondre à nos questions de recherche.

Cette première partie est divisée en deux chapitres. Le premier chapitre sera consacré à l'étude des alliances stratégiques, des fusions-acquisitions et la création de valeur à la lumière des théories. Autrement dit, il sera consacré à l'étude de la problématique des alliances stratégiques, fusions-acquisitions et de la création de valeur financière du point de vue de la littérature. Cette analyse nous permettra d'appréhender les conséquences de l'alliance stratégique ou d'une fusion-acquisition d'une part, sur les attitudes et les comportements des entreprises partenaires et d'autre part, sur la performance de la firme.

Le deuxième chapitre sera consacré à l'étude des perspectives de la création de valeur au réseau de l'étude des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions ainsi que l'interaction alliance stratégique, fusion-acquisition et la création de valeur financière.

L'objectif de cette analyse théorique est d'apporter des réponses aux questions suivantes :

- Comment la littérature économique envisage-t-elle la pratique des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions par les entreprises ?
- Quelles sont les conséquences (avantages et inconvénients) de recours aux alliances stratégiques et aux fusions-acquisitions par les entreprises ?
- Qu'est-ce que la création de valeur financière ?
- Quels sont les différents critères de mesure de la valeur ?

PREMIÈRE PARTIE

LA JUSTIFICATION DE LA CROISSANCE EXTERNE PAR LA CRÉATION DE VALEUR : CAS COMPARÉS DES ALLIANCES STRATÉGIQUES ET DES FUSIONS-ACQUISITIONS

Chapitre 1 : Les opérations de croissance externe et la création de valeur : alliances stratégiques versus fusions-acquisitions

Section 1 : Les opérations de croissance externe : alliances stratégiques (analyse multi-niveaux)

Section 2 : Les opérations de croissance externe : fusions-acquisitions (analyse multi-niveaux)

Section 3 : L'approche conceptuelle de la création de valeur

Chapitre 2 : Perspectives de la création de valeur par les alliances stratégiques et les fusions-acquisitions

Chapitre 1

LES OPÉRATIONS DE CROISSANCE EXTERNE ET LA CRÉATION DE VALEUR : ALLIANCES STRATÉGIQUES VERSUS FUSIONS-ACQUISITIONS

L'économie mondiale s'est mise en marche avec l'industrialisation et le progrès technologique. En effet, les rapprochements entre organisations, qu'il s'agisse des alliances stratégiques ou des fusions-acquisitions, constituent des alternatives dans le but de développer des avantages concurrentiels notamment grâce aux synergies et au pouvoir de marché, et par conséquent, l'amélioration de la création de valeur des firmes.

Il s'agit dans un premier temps, d'apporter un éclairage sur les opérations de croissance interne et externe ainsi que les alliances stratégiques (section 1), puis, les fusions-acquisitions (section 2), ensuite, dans un troisième temps, l'approche conceptuelle de la création de valeur et les outils de mesure de cette dernière (section 3).

Section 1 : LES OPÉRATIONS DE CROISSANCE EXTERNE : LES ALLIANCES STRATÉGIQUES (ANALYSE MULTI-NIVEAUX)

Cette section a pour objectif de présenter les types d'options stratégiques, notamment les opérations de la croissance interne et externe en général, et les alliances stratégiques d'une manière détaillée en particulier (cf. figure 4).

Il s'agit dans un premier temps, avant d'aborder les alliances stratégiques, d'apporter un éclairage sur la notion, la typologie, les avantages et les inconvénients de la croissance interne et externe (1), puis, dans un second temps, de porter un éclairage sur la notion, la typologie, les avantages et les inconvénients ainsi que sur la présentation des voies de recherches des alliances stratégiques (2).

1. Les opérations de croissance interne et externe

Le contexte concurrentiel actuel incite à la constitution de grandes unités. Ainsi, il y a une diversité des formes de croissance parmi lesquelles l'entreprise peut choisir celle qui lui convient.

La problématique centrale partagée par toutes les firmes, aujourd'hui, est la suivante : quelle forme de croissance¹² parmi d'autres peut être avantageuse ? Quels sont les avantages et les inconvénients de chaque forme ?

¹² La croissance est un processus quantitatif caractérisé par l'accroissement des dimensions de l'entreprise en termes de produits et de résultats. Elle conditionne la survie de l'entreprise ; c'est aussi un moyen de réalisation des finalités afin d'occuper une position concurrentielle importante sur le marché.

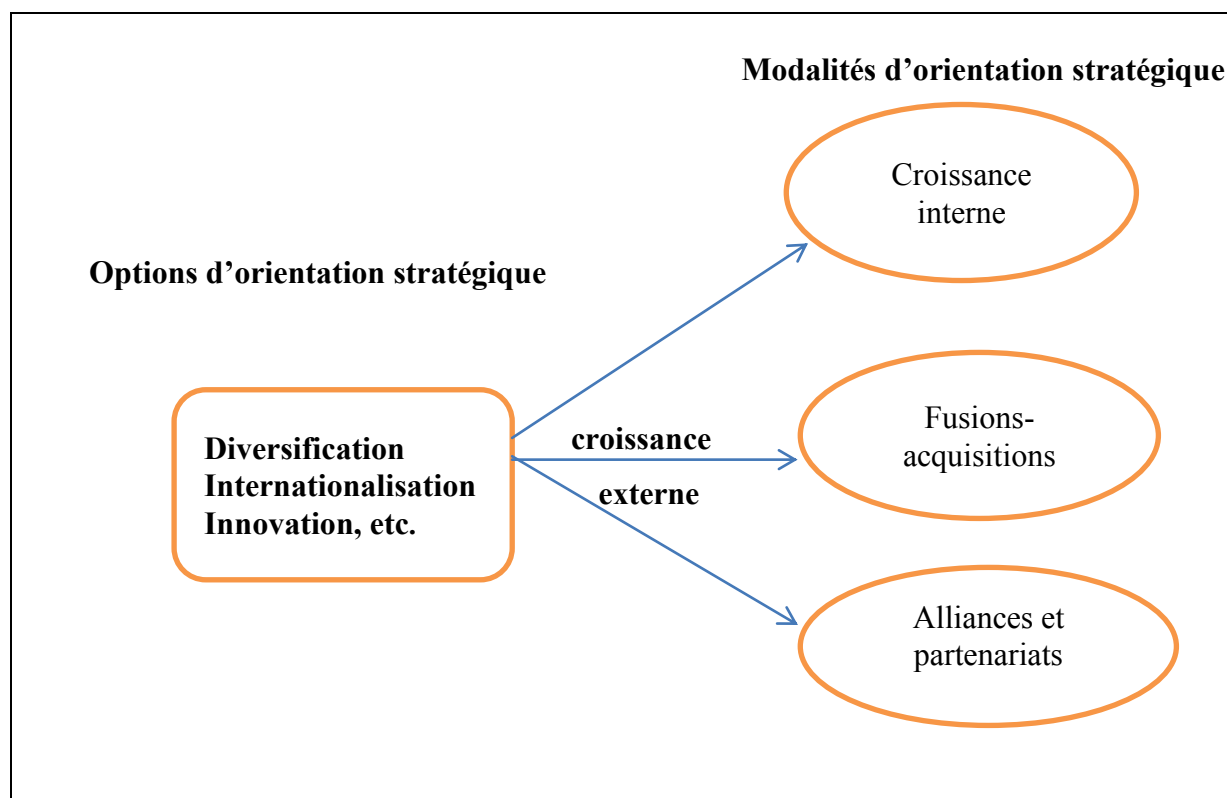


Figure 4 : Les modalités de développement stratégique¹³

1.1. La croissance interne

La croissance interne (organique) est la croissance de l'activité d'un groupe. Il résulte de la réunion de moyens de production, de recherche, de distribution, créés grâce aux ressources humaines, financières et techniques de l'entreprise. La performance générée par celle-ci est mesurée en général par l'évolution de son chiffre d'affaires qui est due à la conquête de nouveaux clients et non à des acquisitions ayant entraîné une variation du périmètre de l'entreprise. C'est un synonyme de croissance interne et c'est une traduction mot à mot de l'anglais *organic growth* (définition adapté à celle donnée par **Vernimmen.net**).

Paturel (1981), définit la croissance interne comme une représentation « des seules acquisitions ou créations d'actifs non immédiatement productifs puisque non combinés avec les autres moyens de production indispensables à la réalisation d'outputs ».

Le recours à ce type de croissance permet la création d'une capacité nouvelle à partir d'une augmentation des ressources de l'entreprise et de ses compétences. Les entreprises y recourent

¹³ Pearson Education France – Stratégique, 9e éd, 2011

notamment afin d'accroître leur capacité d'innovation, de répartir les coûts sur plus d'activités, de maintenir le contrôle des dirigeants, ou bien lorsqu'elles n'ont pas d'autres choix de mode de croissance, si elles n'ont pas assez de moyens (comme par exemple la taille).

La croissance interne est caractérisée par l'acquisition de moyens de production, l'autoproduction d'immobilisations ou l'auto-développement des RH, des finances et des techniques (exemple : formation du personnel). Cette dernière est souvent privilégiée par les PME du fait de leur présence sur des marchés en pleine expansion notamment pour des produits nouveaux intégrant des innovations. Toutefois, elle n'est possible qu'à deux conditions :

- La condition nécessaire stipule que l'entreprise ne doit en aucun cas subir des handicaps concurrentiels liés à sa taille trop faible et à l'insuffisance de ses économies d'échelle. Souvent, les PME manquent de ressources financières, ce qui freine leur développement ;
- La deuxième condition stipule que l'entreprise, quand elle n'a pas le monopole du produit, risque d'être confrontée à des firmes ayant une plus grande taille à la surface financière et au potentiel de compétitivité plus important.

Toutefois, il existe des secteurs où la taille n'est pas un critère décisif pour la compétitivité d'une entreprise. Parfois, une grande taille peut même générer des handicaps si elle se traduit par des structures trop lourdes qui élèvent les coûts et réduisent la flexibilité de l'entreprise.

Force est de constater que de multiples segments du marché sont négligés par les grandes firmes. Toutefois, la croissance interne est ainsi possible pour des firmes de petite taille spécialisées sur des créneaux de produits, des niches de marché ou des segments particuliers de clientèle, qui ne peuvent être couverts par les grandes entreprises.

En somme, la croissance interne ne peut être considérée comme l'apanage des Petites et Moyennes Entreprises. C'est pour les grandes firmes un procédé fréquemment utilisé sur des marchés porteurs se situant dans le cadre des métiers qu'elles maîtrisent.

Le tableau suivant résume les principaux avantages et les limites de la croissance interne :

Avantages et inconvénients de la croissance interne

Avantages	Inconvénients
<ul style="list-style-type: none"> ■ Maintien de l'indépendance de la firme, et du pouvoir des dirigeants (beaucoup d'entreprises refusent d'autres formes de croissance telle que la croissance externe). ■ Génère des emplois, et renforce le secteur. ■ Permet de valoriser l'expérience acquise. ■ L'entreprise a une image de bâtisseur. ■ Climat social favorable avec des espoirs de promotion et de sécurité de l'emploi. ■ Renforce la culture d'entreprise. ■ Le développement est maîtrisable par l'entreprise. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Le développement de nouveaux équipements peut prendre beaucoup de temps. ■ Les concurrents peuvent réagir à cette croissance interne. ■ Risque de rigidité, pas d'innovation. ■ Nécessité d'investissements financiers. ■ Si l'endettement est important cela entraîne une diminution de la rentabilité.

En résumé, le principal inconvénient de la croissance interne réside dans la lenteur de la mise en œuvre d'une telle option. Par ailleurs, la croissance interne est peu adaptée à la diversification qui nécessite l'acquisition de nouvelles compétences.

Si ces compétences ne sont pas présentes, la croissance interne risque de ne pas être une modalité de développement appropriée, mieux vaut alors se tourner vers des alliances stratégiques ou des acquisitions avec d'autres entreprises, autrement dit, des opérations de croissance externe.

De ce fait, développer de nouvelles activités en interne est significativement plus coûteux.

1.2. La croissance externe

« La croissance externe correspond à toutes les acquisitions ou formes de contrôle d'ensemble de moyens de production déjà combinés », (Paturel R., 1981, 1990).

La croissance externe implique une relation entre plusieurs entreprises et entraîne un transfert d'actifs existants d'un acteur vers un autre. Il s'agit d'un regroupement intégral ou partiel de deux ou plusieurs entreprises. Elle résulte d'un changement de périmètre de la société par acquisition ou rapprochement avec des sociétés concurrentes ou complémentaires qui permettent d'augmenter le volume d'activité.

Il existe plusieurs types de croissance externe (cf. figure 5).

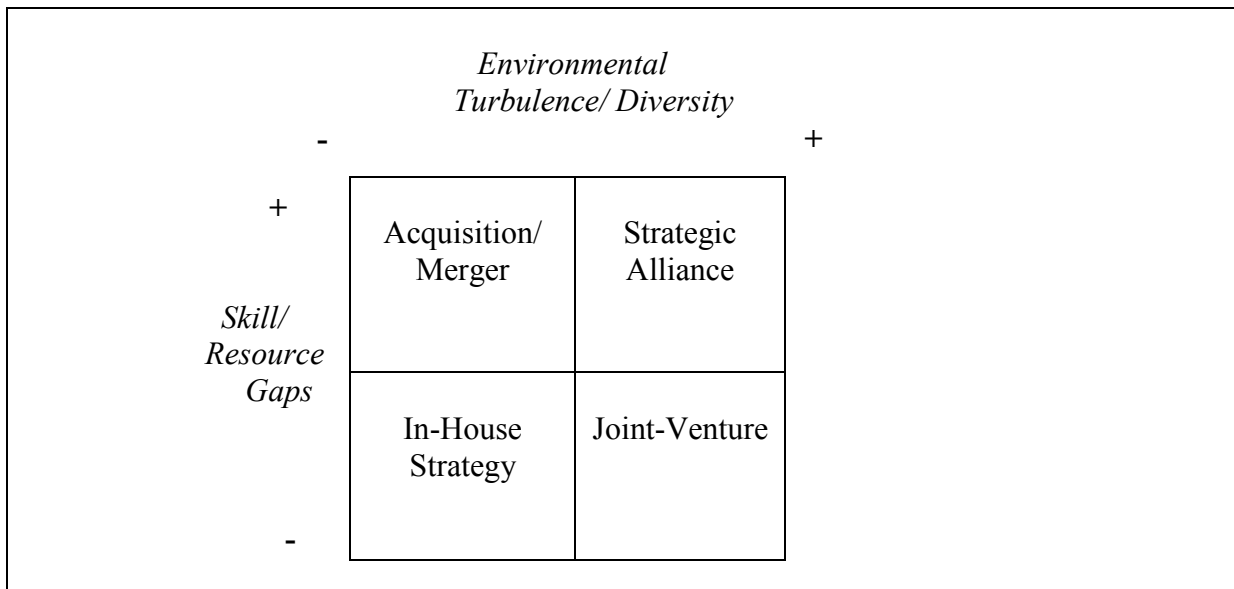


Figure 5 : Les types d'options stratégiques¹⁴

¹⁴ Seppälä M. (2004), "A Model for Creating Strategic Alliances", A study of Inter- Firm Cooperation in the North European ICT Sector, p.43.

Le tableau suivant résume les principaux avantages et les limites des croissances externes :

Avantages et inconvénients des croissances externes

Avantages	Inconvénients
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Rapidité de croissance et de la procédure ▪ Faibles réactions de la part des concurrents ▪ Possibilités de diversification de l'activité ▪ Capacité d'agir et maîtrise de savoir-faire ▪ Emploi du levier financier ▪ Démonstration des capacités d'agir ▪ Économies d'échelles ▪ Pouvoir sur le marché 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Risque de synergie négative (plus on est moins, plus on est efficace). ▪ Inadaptation de la cible aux objectifs stratégiques (se rendre compte après le rachat que l'entreprise acquise ne sert à rien dans la politique stratégique choisie (comme par exemple : ne permet pas de diversifier la clientèle). ▪ Difficulté d'intégration de l'entreprise rachetée dans le groupe ▪ Culture d'entreprise menacée par le cumul de plusieurs cultures ▪ L'entreprise peut rencontrer des obstacles humains et organisationnels qui peuvent avoir pour conséquence des restructurations ou des réorganisations. ▪ Image <i>raider</i> d'opportunistes pour l'extérieur et notamment pour les concurrents qui vont imiter la stratégie et en tirer les avantages étant donné qu'ils ont vu l'exemple de l'entreprise l'ayant pratiqué en premier.

La problématique des croissances internes et externes est au cœur de toute stratégie de développement d'une entreprise. En effet, toutes les entreprises se posent la question avant de s'aventurer sur les avantages et les inconvénients de chaque forme de croissance.

La croissance est définie comme étant un processus quantitatif caractérisé par l'expansion des dimensions des entreprises et un moyen de la réalisation des avantages concurrentiels. Mais, chacune des formes de la croissance a des avantages et des inconvénients ce qui laisse le soin au gestionnaire de choisir celle qui lui paraît la plus opportune. Le choix de la forme de

croissance la plus avantageuse pour la firme est conditionnée par des variables spécifiques à chaque entreprise, à la fois liées à l'environnement interne et externe de chaque firme.

En effet, la croissance interne permet le maintien de l'indépendance de la firme, génère des emplois, et renforce le secteur, assure un climat social favorable avec espoirs de promotion et sécurité emploi et consolide la culture d'entreprise (Thiétart R-A., Xuereb J-M, 2005, 2009).

La croissance externe, par ses différentes formes et malgré ses inconvénients (elle ne passe pas sans poser de problèmes au niveau de la gestion, de l'organisation et aussi au niveau de la détention du pouvoir et de la prise de décision), reste le premier recours des entreprises pour le grand nombre d'avantages qu'elle procure (avantages concurrentiels, par exemple (Bensebaa, 2000)), notamment pour les grandes firmes (cas des entreprises de notre échantillon SFB 250).

2. Analyse théorique des alliances stratégiques

Il est important de préciser que le concept d'alliance stratégique, qui est apparu au début des années 80, est très récent, par rapport aux opérations des fusions-acquisitions qui sont apparues à la fin du 19^{ème} siècle aux USA. Parmi les motifs de l'apparition des alliances au détriment des fusions-acquisitions, c'est que ces dernières deviennent de plus en plus risquées à cause de *OPA hostiles*¹⁵.

Dans le cadre de notre thèse, nous étudions la performance des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions. Par conséquent, il est important de bien définir le concept des alliances stratégiques. Pour ce faire, nous devons différencier la coopération qui est un concept plus large et l'alliance stratégique comme un type de coopération.

¹⁵ Une **offre publique d'achat** (OPA) hostile est une tentative de rachat à laquelle la société-cible s'oppose fermement. Les OPA hostiles sont généralement une mauvaise nouvelle, car le moral des employés de la société-cible peut vite tourner à l'animosité envers l'acquéreur. Une société en prise à une OPA hostile peut solliciter une offre amicale auprès d'une autre entreprise, qui fait alors office de **chevalier blanc**. Quand, au contraire, l'OPA est sollicitée et bienvenue, nous parlons d'**OPA amicale**. « www.cafedelabourse.com »

Les alliances stratégiques étant une forme de coopération, il convient en premier lieu de définir celle-ci. Elle peut être définie de manière schématique :

Domaine d'activité des partenaires	Type de coopération	Type d'économie réalisée	Mouvement stratégique correspondant
Même champ concurrentiel, mais secteurs d'activité différents	Impartition	Economie sur les coûts de transaction	Intégration
Champs concurrentiels différents	Symbiose	Economie d'éventail	Diversification
Même secteur	Alliance	Economie de taille ⁽¹⁾	Spécialisation

Tableau 1 : Analyse théorique des alliances stratégiques

⁽¹⁾Les économies de taille (ou de dimension) naissent de l'augmentation des quantités de facteurs employés : en accroissant leur taille, les unités économiques peuvent arriver à réduire les quantités de facteurs ou le temps nécessaire à l'obtention d'un résultat. Elles peuvent aussi acquérir un pouvoir sur leurs adversaires-partenaires permettant d'améliorer les termes de l'échange.¹⁶

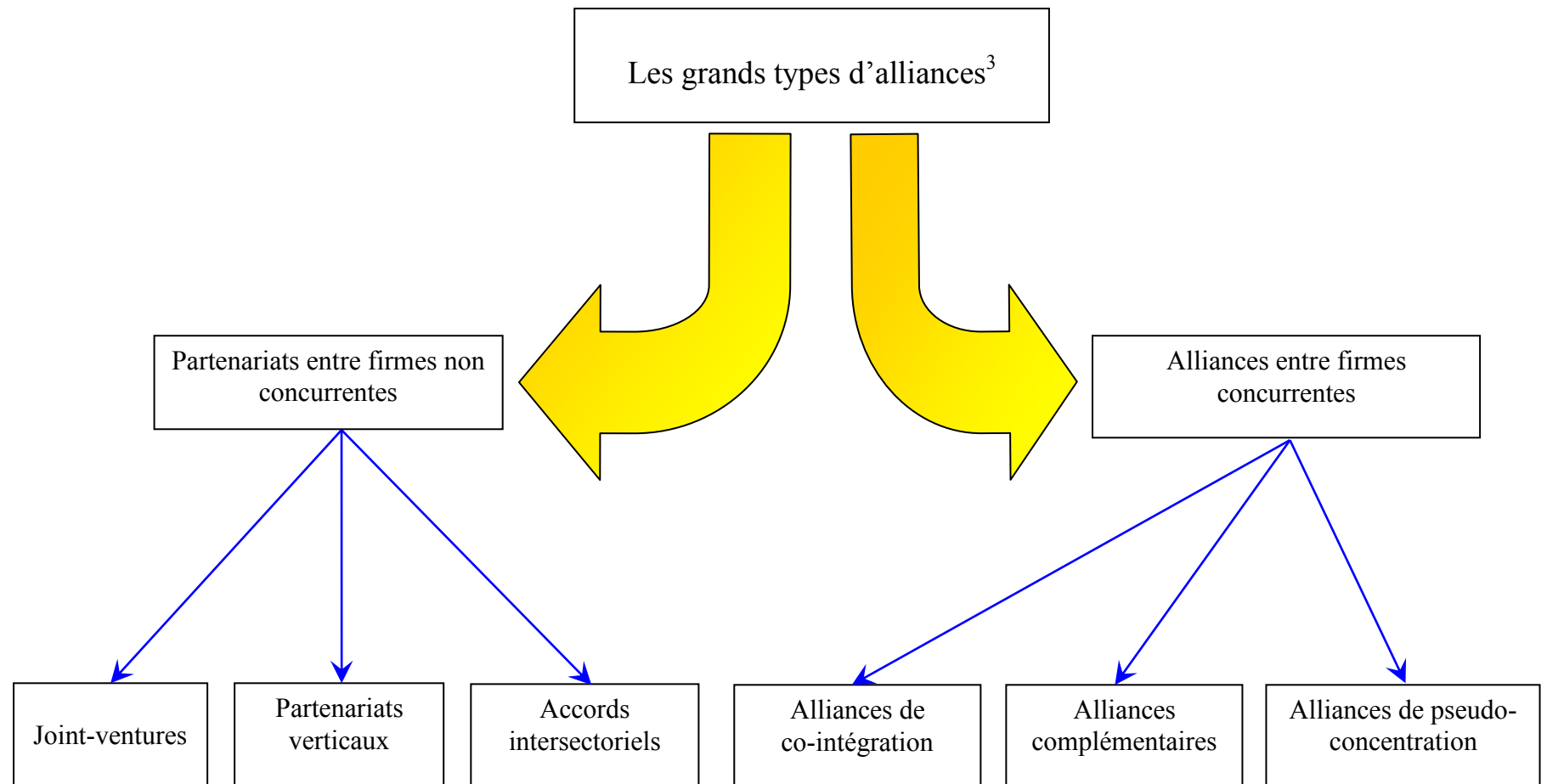
Tout au long du 20^{ème} siècle, les alliances stratégiques ont fait l'objet de plusieurs tentatives de définitions : Harrigan, 1988 ; Ingham, 1990 ; Koeing, 1990 ; Aliouat, 1993 ; Dussauge et Garette, 1995 ; Picard, 1999 ; etc. Aliouat et Taghzouti (2009), définissent l'alliance stratégique comme : « Accord de coopération (sous forme contractuelle ou sociale) entre deux ou plusieurs entreprises, juridiquement et financièrement indépendantes, concurrentes ou potentiellement concurrentes, développant un projet commun visant un avantage compétitif ou une création de valeur par un rapprochement horizontal ou vertical. Les intentions stratégiques des partenaires peuvent être divergentes ».

¹⁶ Les essentiels de la gestion : gestion stratégique. L'entreprise, ses partenaires, adversaires et leur univers. P. Joffre/G. Koenig.

La définition d'Aliouat et Taghzouti (2009) est une définition complète de l'alliance stratégique, elle comprend pratiquement tous les éléments clés cités dans les définitions antérieurs.

La figure ci-dessous présente clairement la notion de l'alliance stratégique ainsi que les typologies d'alliances stratégiques.

Figure 6 : Typologie de l'alliance stratégique



³ Garrette et Dussauge, 1995

Les motifs de recours aux alliances stratégiques sont divers, mais le plus souvent, selon Michel Gervais (2003)¹⁷, une alliance vise à une augmentation de taille qui permet « de maîtriser une nouvelle technologie ainsi que la réduction des coûts », au vu de l'économie d'expérience et aux économies d'échelle qu'elle permet de réaliser.

En outre, l'entreprise peut vouloir suivre le développement international de ses plus gros clients (par exemple : les cabinets d'audit qui s'allient), également de s'allier en dernier recours pour rester en course. Parfois, cela permet de réduire le taux d'incertitude en dirigeant le marché dans un sens (toujours selon Michel Gervais). Ainsi, il y aura des naissances d'alliances autour de l'entreprise novatrice pour garantir la promotion et l'édifier en standard, lorsqu'une nouvelle technologie apparaît.

Pour Arino et al. (1999, p. 4), les partenaires dans le cas d'une alliance stratégique, peuvent avoir des objectifs individuels, des objectifs communs ou encore des objectifs à la fois communs et individuels :

- Objectifs individuels : accès à de nouveaux marchés, accès à de nouvelles technologies ou éventuellement pour faire face à une contrainte gouvernementale ;
- Objectifs communs : réduction de risque et réalisation d'économies d'échelle, bloquer la concurrence ;
- Objectifs individuels ou communs : développement de nouvelles capacités (apprentissage).

Autre motif qui oriente les entreprises vers les alliances stratégiques : la mondialisation. Cette dernière offre aux entreprises la possibilité d'accéder, à l'échelle planétaire, à l'ensemble des marchés. Cette recherche de marchés inconnus peut être justifiée par des stocks excédentaires de production ou par le fait de vouloir de nouveaux réseaux de distribution.

Dussauge et Garette (en 1995) annoncent un motif qui a le mérite d'être soulevé : l'échec des fusions-acquisitions. Ils nous expliquent que le recours de plus en plus accru aux alliances stratégiques est dû, en grande part, aux échecs qui avaient marqué la grande vague de fusions dans les années 1980. Ces alliances ont en effet permis d'éviter le degré irréversible des fusions.

Les alliances présentent plusieurs points forts, elles permettent à une société de partager les coûts de développement, elles lui donnent l'accès aux ressources de ses partenaires à court et à long terme, via des mécanismes de coordination inter-entreprises. Elles permettent ainsi de

¹⁷ Michel Gervais, stratégie de l'entreprise, 5^{ème} édition Economica 2000

créer des mécanismes de protection plus efficaces que les contrats de non-intervention rencontrés dans le simple échange discrets de ressources ; et, ce faisant, l'entreprise devra commencer par identifier les points sur lesquels elle risque de perdre des informations confidentielles ou des occasions sur le marché au profit de son partenaire.

Si nous voulons faire un bilan positif, nous pourrions convenir qu'il y a :

- une diminution des coûts de production (économie d'échelle) et de commercialisation ;
- une diminution des risques, financiers, technologiques, commerciaux et donc une amélioration de la fiabilité des partenaires ;
- une hausse du partage des expériences, des compétences, du savoir-faire comme par exemple Ford et PSA qui se sont alliés pour les moteurs diesel ;
- de meilleures conditions de négociations avec les acteurs du jeu concurrentiel : clients, fournisseurs, permettant de réduire les coûts de transaction. Par exemple : Ford et ABBN, fournisseur de peinture, ont réduit de 25% leurs coûts respectifs en abandonnant leur guerre sur les achats de peinture, et ont construit conjointement une usine moderne ;
- un déplacement du champ concurrentiel en dehors du domaine de l'alliance.

En France par exemple, pour les cartes bancaires, les banques se sont mises d'accord pour bénéficier de l'effet réseau afin de développer les cartes tout en restant concurrentes.

Ci-dessous un schéma qui récapitule les résultats d'une alliance stratégique :

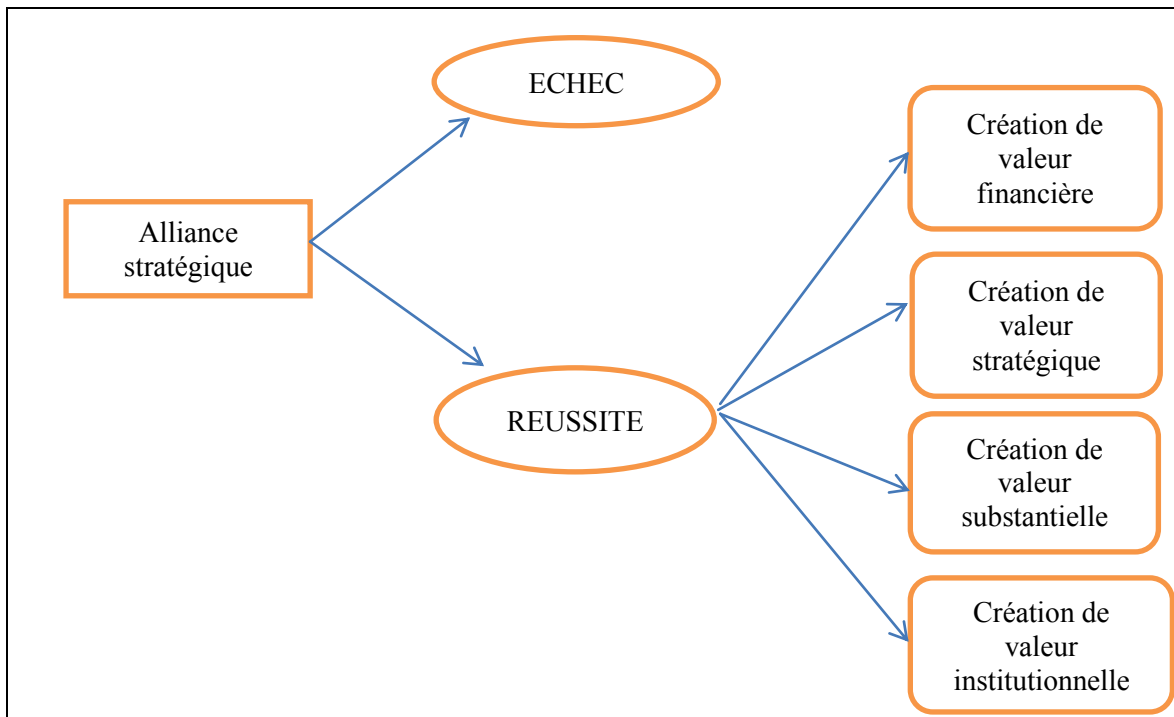


Figure 7 : Schéma récapitulatif des résultats d'une alliance stratégique
(Aliouat et Taghzouti, 2009)

Malgré les avantages et les bonnes intentions, des partenaires de coopérer pour atteindre leurs objectifs, déterminés au préalable, les alliances sont associées à quelques défis importants.

Nous pouvons entrevoir un risque entre les objectifs et les intérêts augmentant en fonction de la durée de l'alliance, de la distance géographique ou de l'éloignement culturel des entreprises. Un autre risque peut survenir du fait de l'opportunisme des participants. Ce comportement consiste à tirer pour soi, et non plus pour l'alliance, à son propre profit, les ressources ou innovations d'un partenaire ; notamment en ce qui concerne le partage d'innovation. Ensuite, un risque important se trouve dans la domination progressive d'une entreprise sur ses partenaires qui aboutit à l'absorption du partenaire le plus faible par le plus puissant. Au niveau de la coordination, des problèmes apparaissent lorsque les parties poursuivent des objectifs stratégiques conflictuels et ne comprennent pas leurs besoins respectifs. Nous trouvons également des conflits internes qui peuvent se produire lorsque les employés dont le travail est affecté par l'alliance n'adhèrent pas aux buts poursuivis.

Pour résumer, les alliances comportent certains inconvénients qui peuvent être :

- des coûts élevés de coordination ;
- dans certains cas des luttes pour le leadership de la part des dominateurs ou opportunistes ;
- l'obstacle de la culture d'entreprise ;
- une certaine difficulté à fixer les frontières de l'entreprise ;
- l'évaluation des gains et efforts consentis respectivement ;
- le coût d'une rupture d'alliance.

La correspondance entre les trois types d'alliances et les dimensions symétriques et concurrentielles synthétisant les facteurs d'évolution fait apparaître le résultat récapitulé dans le tableau ci-dessous.

Tableau 2 : Typologie des alliances en fonction de leurs composantes symétriques et concurrentielles

Symétrie Concurrence	Alliances symétriques	Alliances dissymétriques
Alliances précompétitives	Intégration conjointe	Complémentaire
Alliances anti-compétitives	Additive	

(Source : Garrette B., thèse de doctorat, 1991)

La dimension organisationnelle de l'alliance est la variable qui permet le mieux de discriminer les différents types d'alliances. Elle permet d'analyser la composition de chaque grand type d'alliance.

Le tableau 3 fait apparaître les principales combinaisons de la dimension organisationnelle aux trois types d'alliances.

Tableau 3 : Analyse des trois types d'alliances en fonction de la composante organisationnelle

Typologie Dimension Organisationnel	Alliances complémentaires	Intégration conjointes	Alliances additives
Organisation simple*	Accords de distribution	Accords de répartition et R&D	Programmes sans structure
Organisation complexes**	Joint-ventures Complémentaires avec mises en commun	Joint-ventures de fabrication de composants communs	Projets semi-structurés

* L'organisation simple correspond à l'absence de structure juridique et à la répartition de toutes les tâches.

** L'organisation complexe correspond à l'existence d'une joint-venture et à la mise en commun de certaines tâches.

En sus de ces résultats, Garrette (1991) a obtenu des conclusions très riches sur les différentes industries et sur les différentes zones géographiques : le lien entre la typologie des alliances et les secteurs industriels est très fort, de même que le lien avec les pays d'origine des firmes partenaires. En particulier, il apparaît que les alliances entre européens sont en général tournées vers l'accroissement de la taille et la symétrie, alors que les alliances avec les partenaires étrangers sont tournées vers la dissymétrie et la pénétration géographique. De plus, par exemple, les firmes nipponnes jouent un rôle particulier dans les alliances du secteur automobile ainsi que dans celles des industries du traitement de l'information, alors qu'elles sont presque absentes du secteur aérospatial.

Ainsi, la logique stratégique des deux partenariats est distincte. Les alliances européennes visent un effet de taille (Ersatz de la concentration), alors que les alliances des entreprises étrangères ciblent bien une expansion géographique et la recherche de complémentarité.

Garrette (1991) affirme que les trois types d'alliances catégorisées se distinguent très

clairement du point de vue des objectifs stratégiques et qu'ils diffèrent également par les problèmes de management.

Le management des alliances pose un certain nombre de problèmes qui peuvent faire obstacle à l'atteinte des objectifs établis. En replaçant chaque alliance dans sa logique stratégique, les approches de Garrette et Dussauge (1995) ont permis de mieux cerner ces problèmes et d'esquisser des voies d'évolution.

Nous rappelons que la plupart des recherches actuelles s'inspirent de cette approche française. Complétés par les travaux de Quélin¹⁸ (2000), les travaux de Das et Teng (2000) ont repris à leur compte une typologie approchant plus ou moins la réalité des alliances sous quatre représentations structurelles. Ils ont exploité les concepts d'une nouvelle théorie des ressources spécifiques aux alliances stratégiques qu'ils ont nommée « théorie des ressources pour les alliances stratégiques » et ont adressé, par conséquent, des critiques à toute analyse typologique basée systématiquement sur la théorie générale des ressources, au vu des difficultés d'applicabilité de cette dernière à des organisations hybrides¹⁹.

Dans un effort d'organisation d'un si large éventail de formes d'alliances, Das et Teng (2000) ont proposé les différentes typologies d'alliances et en ont retenu une dont la dimension prééminente de catégorisation est sur les types de ressources apportées par chaque partenaire.

Types de ressources Caractéristiques Des ressources	Ressources de propriété	Ressources basées sur la connaissance
	Mobilité imparfaite	Ressources humaines
Imitation imparfaite	Brevets, contrats, marques déposées, modèles enregistrés	Ressources technologiques et managériales
Substantialité imparfaite	Ressources physiques	Ressources technologiques et managériales

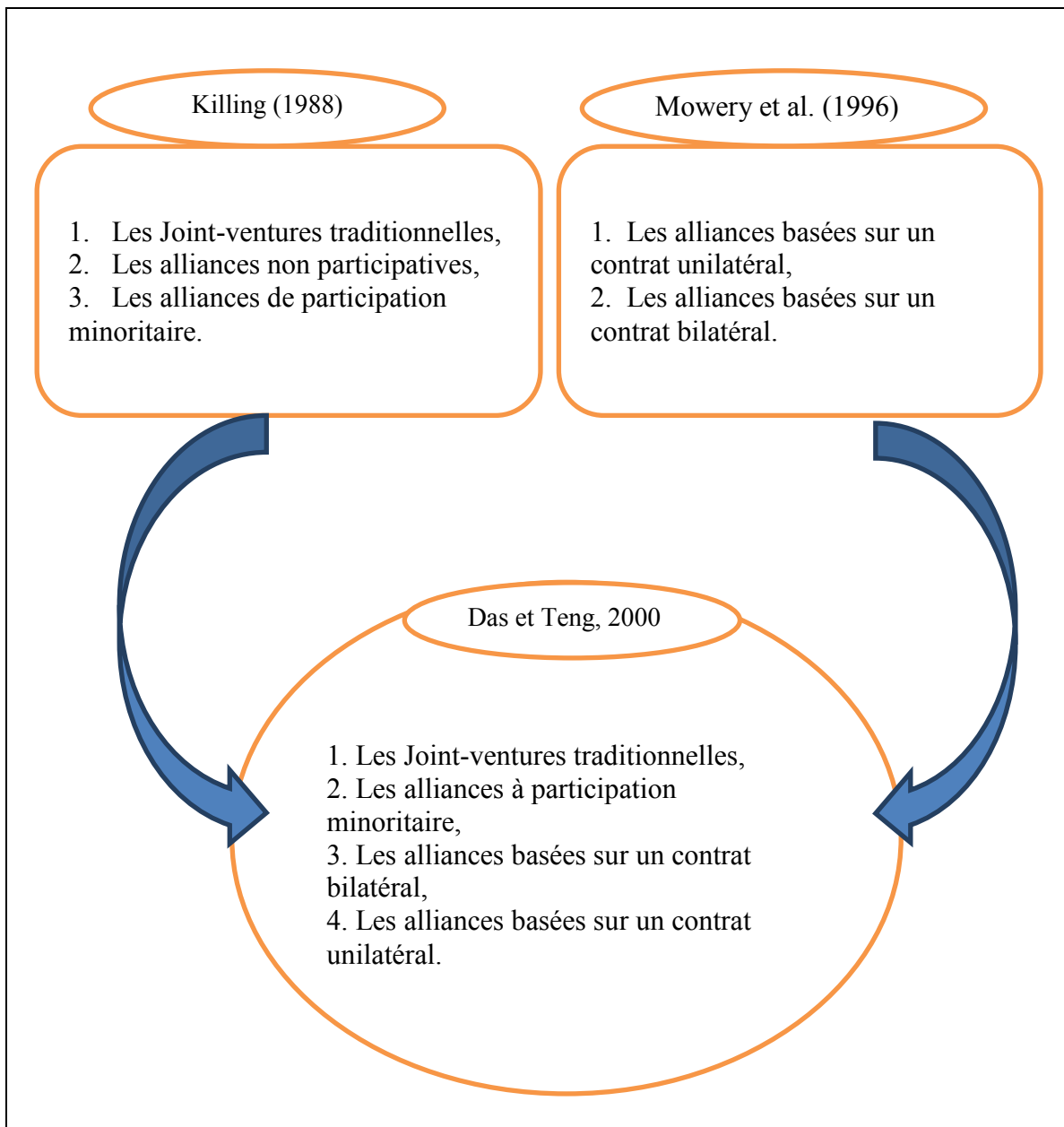
Tableau 4 : Typologie des ressources

(Source : Adapté de Das et Teng, 2000)

¹⁸ A titre indicatif, l'article de Bertrand Quélin, Octobre 2000, « Core Competencies, R&D Management and Partnerships », European Management Journal, Vol.18, Iss.5, est d'une portée scientifique considérable, particulièrement sur la problématique du partenariat approchée par la théorie des ressources. Il a pu mobiliser la théorie des ressources pour un éclairage plus novateur sur la problématique des coopérations.

¹⁹ «The resources-based view of the firme has not been systematically applied to strategic alliances» (Das et Teng, 2000:31).

Figure 8 : Les fondements théoriques de la conception typologique de Das et Teng



Partant de l'idée qu'« il est difficile d'envisager tous les types de ressources dans une alliance, les partenaires devront se concentrer sur le type de ressources principales basées soit sur la propriété, soit sur la connaissance ». Das et Teng (2000) ont conçu une représentation des alliances par rapport aux types de ressources principales mises en commun par les partenaires, comme le montre le tableau ci-après :

Firme A \ Firme B	Ressources basées sur la propriété	Ressources basée sur la connaissance
Ressources basées sur la propriété	Alliances basées sur un contrat unilatéral (accords de licence, accords de distribution, subcontracting, etc.)	Joint-ventures traditionnelles ou classiques (création d'une entité nouvelle à parts égales)
Ressources basée sur la connaissance	Alliances à participation minoritaire (accord de coopération dans l'un, à une participation de capital dans l'autre)	Alliances basées sur un contrat bilatéral (production conjointe, R&D conjointe, marketing et promotion conjointe)

Tableau 5 : Typologie des alliances par rapport aux types des ressources principales
(Das et Teng, 2000)

L'approche multidimensionnelle de l'école française (Garrette, 1991 ; Dussauge et Garrette, 1991, 1995 ; Vasseur, 1991 ; Wacheux, 1993 ; Jolly, 1993 ; Blanc et Garrette, 1994 ; etc.) et celle de l'école américaine, sont complémentaires et d'une portée conséquente pour tout travail sur les alliances stratégiques.

Ce courant explicatif demeure restreint quant à sa logique de classification des alliances.

Une des limites de ce courant relève davantage de son cadre épistémologique : il s'agit de sa logique binaire. Sur la base de cette logique, les groupes s'excluent mutuellement quant à la manière de leur conception. La répartition des éléments se fait de manière binaire. Ainsi, une logique dialectique est nécessaire pour expliquer le caractère complexe des alliances quant à leur classification (Aliouat, 1993, 1996, 1998). Qu'en est-il du travail d'Aliouat dans ce domaine ?

La pertinence de la recherche d'Aliouat et sa représentation typologique conçue dans un cadre réflexif dialectique est d'une portée indéniable pour l'analyse du phénomène des alliances. Il s'agit d'un travail novateur et enrichissant de la pensée stratégique en matière des alliances.

Le travail d'Aliouat ne s'inscrit pas dans un cadre de rupture avec celui de ses pairs, qu'ils soient chercheurs français ou étrangers, mais plutôt dans un cadre du prolongement

typologique à trois dimensions dont les intentions stratégiques des acteurs en présence sont déterminantes pour les configurations à retenir.

Aliouat (1993, 1996, 1998) a proposé une technique pertinente pour pallier à ces différents écueils typologiques. Sa démarche scientifique est basée sur une analyse qualitative assortie de la méthode du « Trade-off » par une logique tripolaire ou ternaire. Cette démarche²⁰ se base sur un postulat simple : les conceptions de la technologie donnent un sens particulier aux alliances technologiques.

Sa méthode consiste d'abord à mobiliser les théories qui délimitent le cadre d'analyse. Ensuite, il repère l'ensemble des caractéristiques des alliances qui entrent dans le champ de chaque conception de la technologie et il répartit les stratégies suivant leur position dominante entre les options retenues, loin de tout comportement d'exclusion mutuelle et systématique des conceptions technologiques entre elles. A la suite de l'explication de sa démarche par rapport à une logique ternaire de non exclusion mutuelle, les acteurs peuvent avoir divers points de vue et appartenir à des groupes modulés contenant divers paramètres dont l'un seul est dominant. Cette typologie est représentée de manière schématique et exprime la tendance générale d'une action stratégique.

Le type construit est inspiré de caractéristiques générales, mais il peut être complété par des sous-types qui permettent de comprendre des situations intermédiaires ou des cas plus spécifiques.

La typologie d'Aliouat se base sur les intentions stratégiques des acteurs qui privilégient une dimension (attracteur de sens) par rapport à d'autres, mais loin de tout comportement d'exclusion des autres dimensions du jeu d'équilibre stratégique. L'acteur sait bien qu'il doit affecter des coefficients à chacune des dimensions et que leur somme est égale à 100%. Trois grandes tendances de finalités stratégiques d'alliances technologiques sont à extraire du travail d'Aliouat.

Sur la base des pôles attracteurs de sens, nous pouvons déduire trois types d'alliances :

La stratégie d'alliance : les finalités technologiques sont mises en valeur dans l'accord de coopération. Les acteurs accordent à la technologie une importance prédominante dans la formulation de leur action collective. Il relève des études de Aliouat (1993, 1994) que cette catégorie d'alliance est dominante dans les pratiques coopératives des entreprises.

²⁰ Pour en savoir plus, le recours aux travaux de recherche de Aliouat de 1993 (Thèse et article dans la revue Gestion 2000) et de 1994 (Communication au colloque international sur le partenariat d'entreprises, Université de Laval, Québec Canada) est très recommandée. Ce que nous présentons n'en est qu'une brève synthèse.

L'alliance stratégique : l'acteur est stratège. La technologie autant que la coopération sont des moyens de parvenir à une position concurrentielle que l'on se fixe plus ou moins explicitement. Les intentions stratégiques sont très variées, mais il est possible d'en illustrer trois : la stratégie d'internationalisation, la stratégie de diversification et les pouvoirs de marché (et les jeux concurrentiels).

L'alliance fonctionnelle : Dans cette stratégie, les acteurs voient dans la coopération technologique une ressource importante sur le plan organisationnel. L'acquisition de méthodes, de procédés et autres technologies matérielles peuvent résoudre des problèmes épineux de production, d'approvisionnement ou d'autres dysfonctionnements. La finalité stratégique n'est pas formulée de manière prioritaire dans le projet de coopération technologique.

Aliouat (1993) conclut que les comportements dominants susmentionnés ne s'excluent pas mutuellement. Certes, les trois comportements peuvent être manifestement réunis dans le cadre d'un portefeuille d'alliances d'une entreprise. Une même entreprise peut gérer un portefeuille d'alliances constitué de ces trois catégories d'alliances : stratégies d'alliance, alliances stratégiques et alliances fonctionnelles.

A titre d'exemple, IBM a conclu des alliances stratégiques avec Apple, ou Siemens dans le domaine des mémoires, et cela principalement sur des considérations concurrentielles, mais a contracté des accords relevant de stratégies d'alliance avec une SSII, accompagnant le déplacement de la demande vers les services.

Parallèlement à cette typologie ayant une vocation *EXPLICATIVE* et requérant un aspect analytique plus avancé à l'issue des travaux d'Aliouat, la littérature examinée nous propose aussi un inventaire d'alliances stratégiques regroupées autour d'une caractéristique déterminée : il s'agit d'une approche typologique *DESCRIPTIVE*. Vu le nombre important des travaux sur cette typologie, nous avons décidé de lui réserver dans notre document une place tout aussi importante que celle que nous avons consacré à la typologie explicative en nous concentrant sur les principaux travaux.

2.1. Les principaux axes de recherche en matière d'alliances stratégiques

Une synthèse de la littérature étudiée permet de mettre en avant plusieurs voies de recherche conceptuelle.

- Aliouat (1993, 1996) distingue l'opportunité de l'alliance, de sa dynamique, en d'autres termes, il distingue les raisons de l'émergence de l'alliance et de sa conduite.
- Jolly (1993) procède de la même façon pour aborder le phénomène des alliances stratégiques. Il distingue entre le choix des alliances et le management des alliances.
- Das et Teng (2000), propose une théorie des alliances stratégiques basée sur les ressources.

Trois axes fondamentaux sillonnent leur réflexion :

- axe 1 : la formation des alliances,
- axe 2 : Les préférences structurelles des alliances,
- axe 3 : La performance des alliances.

Gulati (1998) distingue cinq axes de recherche dans le domaine des alliances.

Le tableau 6 récapitule son travail :

Tableau 6 : Les 5 principaux axes de recherche dans le domaine des alliances selon Gulati (1999, 2007)

Axes de recherche	Questions de recherche
La formation des alliances	Quelles sont les entreprises qui s'allient ? Que choisissent-elles comme partenaires ?
Les formes organisationnelles	Quels types de contrats les entreprises utilisent-elles pour formaliser une alliance ?
Les dynamiques d'évolution des alliances	Comment évoluent l'alliance et les partenaires ?
La performance des alliances	Quels facteurs influencent le succès des alliances ?
L'impact des alliances sur la performance des alliés	Quels sont les effets des alliances sur la performance des acteurs ?

2.2. Focus sur les principaux travaux de recherche dans le domaine des alliances

Plusieurs travaux de recherche ont été développés sur les axes susmentionnés. De ces travaux, nous en avons déduit que la problématique est souvent commune, mais les méthodologies sont différentes.

Le tableau ci-dessous récapitule avec soin la majorité de ces études.

Tableau 7 : Synthèse sur les principaux critères quantitatifs et qualitatifs, relevés des principaux travaux empiriques sur la performance des alliances

	Chercheurs	Mesure de la performance des alliances stratégiques	
Année d'étude	Nom	Mesures objectives	Mesures subjectives
1982	Killing	Survie ou liquidation du JV	Satisfaction des managers
1984-1985-2001	Beamish		Opinions des managers
1986	Parkhe et al.		Transfert technologique, absorption des capacités technologiques
1986	Park et Russo	Terminaison ou fin de l'alliance	
1986	Vankatraman et Ramanujam		Satisfaction des acteurs
1987	Beamish	La longévité de l'alliance	
1987	Davidson		Responsabilités individuelles, cultures organisationnelles, styles administratifs et philosophie de management
1987	Dess		Satisfaction des acteurs
1987	Lorange et Roos		Performance perçue par les managers via les items suivants : a) general results so far ; b) difference between planned versus increased costs ; c) difference between planned versus increased revenues ; d) economic advantage of agreement so far ; e) quality of human relations between the partners.
1988	Contractor et Lorange	Avantages compétitifs	

	Chercheurs	Mesure de la performance des alliances stratégiques	
Année d'étude	Nom	Mesures objectives	Mesures subjectives
1988	Glaister et Buckley	Survie, durabilité et stabilité de l'alliance	Satisfaction
1988	Kogut B.	Durée de vie des JVs	Satisfaction des managers
1989	Cartwright et Cooper		Aspects humains (facteurs de succès): compatibilité des organisations et l'émergence d'une identité commune
1989	Doz, Hamel et Prahalad	Effets des alliances sur la position stratégique à long terme, changement de position concurrentielle	Transfert de Technologie et appropriation du savoir-faire
1989-1991	Geringer et Hébert	Survie, durabilité et stabilité du JV	Satisfaction
1990	Anderson		Satisfaction de l'allié
1990	Ohmae		Durabilité des relations
1990	Woolridge et Snow	Valeurs boursières (réaction du marché boursier à l'annonce d'une alliance)	
1991	Baum et Oliver	Taux de mortalité des alliances	
1991	Hamel		Partage des compétences entre partenaires
1991	Ingham	Obtention ou conservation avantages concurrentiels	Apprentissage et acquisition du savoir-faire
1991	Koh et Venkatraman	Valeurs boursières (réaction du marché boursier à l'annonce d'une alliance)	
1991	Parkhe	Durée de vie des alliances	Apprentissage de connaissance et transfert de savoir-faire
1992	Powell		Satisfaction des managers
1993	Parkhe		Satisfaction
1994	Dess et Robinson		Satisfaction des acteurs
1994	Dowling et McGee	Croissance des ventes	
1994	Gulati et al.		1 ^{ère} méthode : Alignement sur les objectifs définis par une alliance ; 2 ^e méthode possible : consiste à évaluer certaines ressources inhérentes à l'alliance (éthique, apprentissage, niveau d'harmonie..)
1995	Dussauge et Garrette	Issue des alliances	Effets stratégiques des alliances, impact sur la concurrence

	Chercheurs	Mesure de la performance des alliances stratégiques	
Année d'étude	Nom	Mesures objectives	Mesures subjectives
1995	Verna		Apprentissage organisationnel
1996-1997	Barkema et al.	La longévité de l'alliance	
1996	Deeds et Hill	Le taux de développement de nouveaux produits	
1996	Eseinhardt et Schoonhoven	Taux de formation des alliances entre les partenaires (nombre d'alliances formées entre partenaires)	
1997	Chan et al.,	valeurs boursières (RA 110)	
1997	Dussauge et Garrette		Impact de l'alliance sur les partenaires
1997	Park et Dong-Sung Cho	La part de marché	
1997	Reuer & Miller	La rentabilité financière	
1997	Simonin	Amélioration des parts de marché et avantages compétitifs	Apprentissage, transfert des connaissances et du savoir-faire
1998	Inkpen et Dinur		Création et transfert de connaissances
1998	Kraatz		Capacité d'adaptation des entreprises impliquées dans des alliances au changement de leur environnement (+)
1998	Madhavan, Kola et Prescott	Impact des réseaux inter-entreprises sur leur situation centrale et dominante dans le secteur de la sidérurgie.	
1999	Combs Ketchen	ROA (return on asset)	
1999	Lorenzoni et Lipparini	Réduction des coûts de coordination et de production	Partage des connaissances
1999	Picard		Satisfaction des managers
2000	Anand et Khanna	Valorisation boursière	Apprentissage des partenaires
2000	Baum, Calabrese et Silverman	Recettes, croissance des dépenses en R&D, nombre des employés en R&D, nombre des employés non dédiés pour la R&D.	

	Chercheurs	Mesure de la performance des alliances stratégiques	
Année d'étude	Nom	Mesures objectives	Mesures subjectives
2000	Doz et Hamel	Renforcement de la position grâce à la cooptation des membres de l'alliance	Co-spécialisation des ressources des partenaires (permettant de créer et d'exploiter de nouvelles opportunités). Acquisition des compétences nouvelles
2000	Dumoulin, Meschi et Uhlig	Réduction des coûts logistiques, la réduction de l'actif circulant et l'augmentation de la rentabilité des actifs de production et de distribution.	Satisfaction globale, satisfaction à l'égard du réseau
2000	Hubler et Meschi	Valeurs boursières (RA)	
2000	Kale et al.,		Apprentissage des compétences critiques des partenaires d'alliance en protégeant les leurs et leurs actifs spécifiques.
2001	Young-Ybarra et al.,	Valeurs boursières (RA)	
2002	Glaister et Buckley		Acquisition des compétences managériales des partenaires
2002	Irland et Hitt	Avantages concurrentiels	Apprentissage, transfert des connaissances et création de nouvelles connaissances
2002	Meschi et Hubler	Valorisation boursière (RA)	
2002	Yadong		Perception de la performance par les managers
2003	Berdrow et Lane		Apprentissage et transfert des connaissances managériales
2003	Ouédraogo	Valeur des ventes, valeur des exportations, nombre d'emploi	Opinions des managers
2004	Beamish et Kachra		Performance financière perçue par les managers à travers deux points catégoriels (loss ou gain)
2007	Meschi et Cheng	Valorisation boursière	

Il reste délicat de se positionner parmi ces travaux, mais nous pourrions en déduire que le monotype « performance ou création de valeur financière des alliances » forme une séquence invraisemblable de la littérature examinée (théorique et empirique). Cependant, nous nous situons dans la lignée des travaux que proposent Anand et Khana (2000) ; Hubler et Meschi (2000) sur la valorisation boursière et les travaux Combs et Kitchen (1999) ; Dumoulin et Meschi (2000), Baum et Calabrese (2000) sur les rentabilités financières à long terme.

Section 2 : LES OPÉRATIONS DE CROISSANCE EXTERNE : LES FUSIONS-ACQUISITIONS (ANALYSE MULTI-NIVEAUX)

Cette section a pour objectif de présenter les fusions-acquisitions d'une manière détaillée.

Il s'agit dans un premier temps, de définir la fusion et l'acquisition (1), puis énumérer les motifs de recours à cette option stratégique (2), en troisième point, aborder les risques et les inconvénients de recours aux fusions acquisitions (3), ensuite, nous aborderons les mesures dans lesquelles les fusions-acquisitions permettent d'améliorer la performance (4) et enfin présenter les principaux travaux antérieurs sur les fusions acquisitions (5).

1. Analyse théorique des fusions-acquisitions

Comme nous l'avons énoncé précédemment, l'environnement économique se caractérise aujourd'hui par un grand mouvement de concentration conduisant les entreprises à s'engager dans des opérations de F&A. Le développement par F&A est en connexion directe avec la décision externe de croissance²¹ : les F&A se rapportent à l'aspect de la stratégie des entreprises, de finance d'entreprises et de management traitant les achats, la vente et la combinaison des différentes firmes pouvant faciliter les finances, ou aidant une entreprise en voie de croissance dans une industrie donnée à se développer rapidement sans devoir créer une autre entité d'affaires.

Par conséquent, les F&A font partie intégrante du travail de Cravens et al. (1993), représentant les quatre types d'options stratégiques (Figure 9). Les F&A sont des outils employés par des entreprises afin de développer leurs opérations visant souvent à accroître leur présence sur le marché. Ces opérations s'appuient sur un contrat d'alliance bilatéral,

²¹ La croissance externe est considérée comme un mode de développement permettant la prise de contrôle d'activités déjà organisées et tenue par des acteurs externes à l'entreprise. C'est l'opposé d'une croissance interne.

lequel reste le plus simple à différencier des alliances stratégiques que l'outsourcing ou les joint-ventures²².

Comme nous l'avons évoqué précédemment, lorsqu'une entreprise décide d'investir pour améliorer et renforcer sa croissance, deux stratégies différentes peuvent être amorcées par les dirigeants de la société : soit la croissance interne, soit la croissance externe. Cette dernière est la solution alternative, qui correspond pour une entreprise à l'acquisition d'une société concurrente ou complémentaire qui augmente ainsi son volume d'activité.

Parmi les différentes typologies permettant de caractériser les opérations de croissance externe d'une manière générale, et plus précisément de fusions, celle qui domine correspond à celle distinguant les opérations horizontales, verticales, concentriques et conglomérales.

A chaque forme de stratégie de croissance externe vont correspondre des motivations et des raisons différentes, selon les priorités stratégiques de l'entreprise.

Nous distinguons deux grandes formes de croissance externe :

1. l'acquisition (ou le rachat) d'une entreprise, avec ou sans prise de contrôle ;
2. la fusion de deux ou plusieurs entreprises.

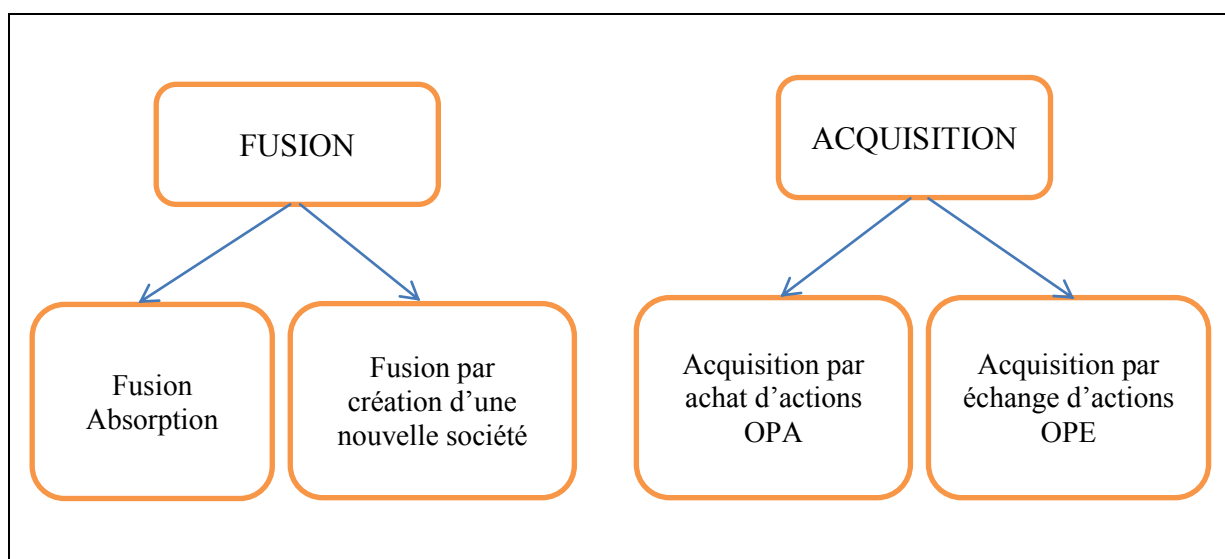


Figure 9 : Les quatre configurations basiques de contrôle des opérations de fusions et d'acquisitions

²² Il s'agit d'une entreprise ou coentreprise (joint-venture en anglais) créée par deux entreprises ou plus et détenue à part égale par ces dernières.

Nous commencerons par présenter les grandes caractéristiques de l'acquisition d'une entreprise.

1.1. Les acquisitions

Cette première forme consiste : soit à négocier l'acquisition de blocs d'actions auprès des entreprises cibles, soit à acheter des blocs de contrôle sur les marchés financiers. Le premier procédé est le plus souvent opéré de manière amicale entre les deux parties, et est le plus souvent à l'initiative de l'entreprise cible. Nous pouvons prendre l'exemple de la montée de Renault dans le capital de Nissan en 1999 lorsque cette dernière était au bord de la faillite.

Le second procédé est quant à lui le plus souvent utilisé à l'initiative de l'acheteur, qui achète alors les titres directement en Bourse. Cette opération et peut être faite sans le consentement de la société cible.

Les acquisitions d'entreprises peuvent se faire en achat d'actions ou par échange d'actions, autrement dit, soit par les OPA, soit par les OPE.

L'offre publique consiste à proposer aux actionnaires d'une société l'acquisition de la totalité des titres composant le capital à un prix donné et sur une période déterminée. Il existe trois formes d'offres publiques :

- L'Offre Publique d'Achat (OPA) : lorsque le paiement est réalisé intégralement en espèces (cf. figure 10) :

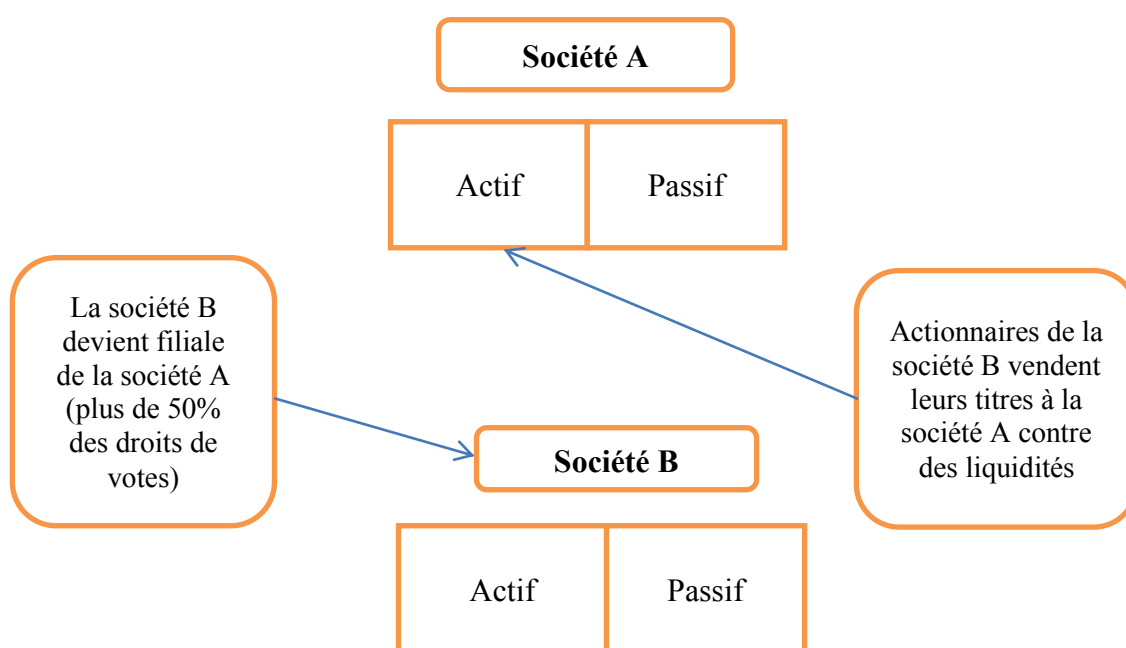


Figure 10 : Acquisitions par achat d'actions (Meier & Schier, 2003, p. 59)

- L'Offre Publique d'Echange (OPE) : lorsque l'acheteur rachète les titres de la société cible en échange de ses propres titres (cf. figure 11) :

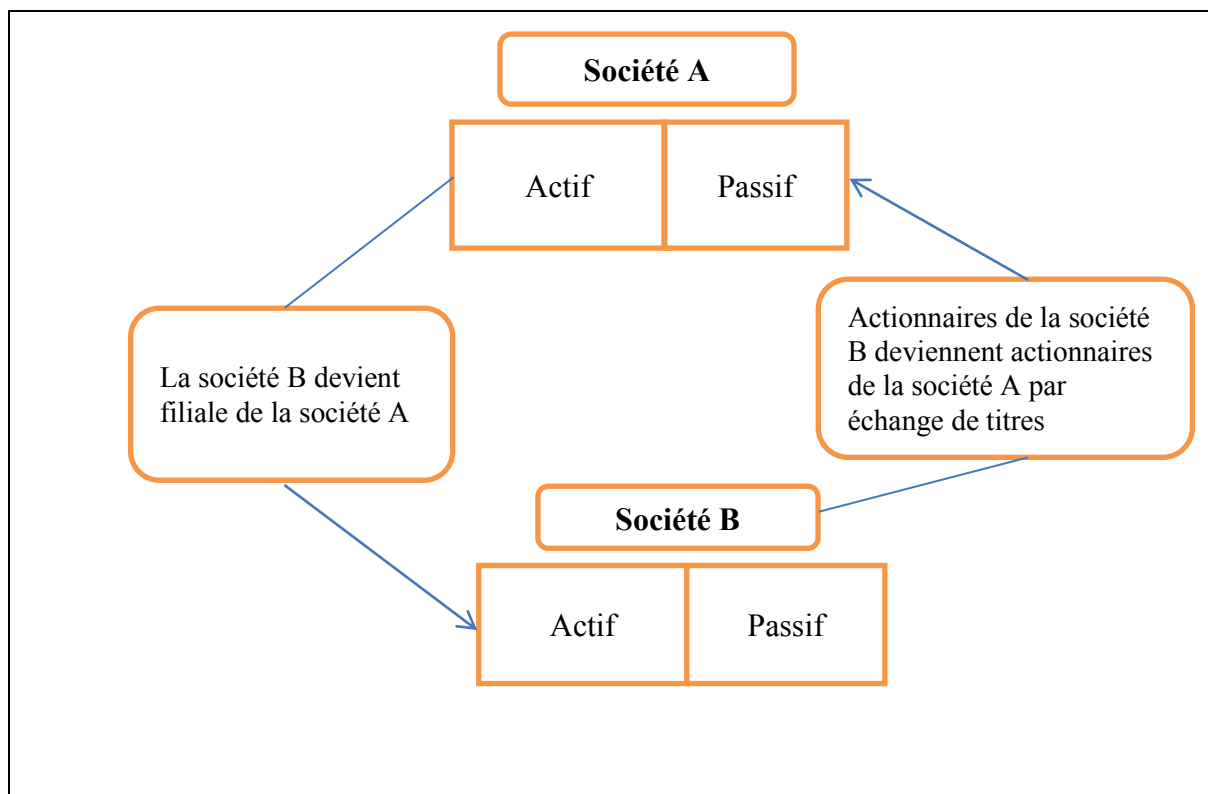


Figure 11 : Acquisitions par échange d'actions (Meier & Schier, 2003, p.66.)

- L'Offre Mixte, qui consiste à associer les deux premières possibilités dans une offre unique. Si les deux branches de l'offre sont indépendantes (laissant le choix entre espèces et titre par exemple), nous parlons d'offre alternative. C'est par exemple, le cas de l'offre finale de Mittal sur Arcelor, qui proposait le rachat des actions Arcelor, soit entièrement en numéraire, soit en échange de titres Mittal, soit par une offre combinant numéraire et titres.

La procédure d'offre publique est utilisée lorsqu'une société souhaite acquérir le contrôle d'une autre société cotée. L'offre publique peut également être lancée de manière agressive sans négociations préalables avec la société cible ou après qu'elles aient échoué (on parle alors d'OPA hostile), ou en concertation avec celle-ci (on parlera dans ce cas d'OPA amicale).

Nous allons maintenant nous intéresser aux fusions de sociétés, qui sont généralement le résultat d'acquisitions ou de rachats préalables.

1.2. La fusion

Le terme générique de fusion-acquisition, que l'on définit usuellement comme un transfert d'activité entre deux (ou plusieurs) entités juridiques distinctes impliquant un transfert de propriété, couvre en réalité une pluralité de situations. Ce transfert peut en effet se réaliser, soit en transférant les actifs et passifs de l'activité, soit en transférant les titres de la société dans laquelle l'activité s'exerce. Le transfert peut par ailleurs, prendre l'une des deux formes juridiques suivantes : vente ou apport.

Dès lors, nous pouvons classer celles-ci selon que l'opération soit une vente ou un apport, et selon qu'elle porte sur les actifs et passifs de l'activité ou sur les titres de la société exerçant l'activité. Les opérations de fusion peuvent se présenter sous différentes modalités :

- fusion « stricto sensu » : opération par laquelle deux ou plusieurs sociétés se réunissent pour n'en former qu'une seule. En général, une société absorbe l'autre et nous parlons alors de "fusion-absorption" (cf. figure 12) :

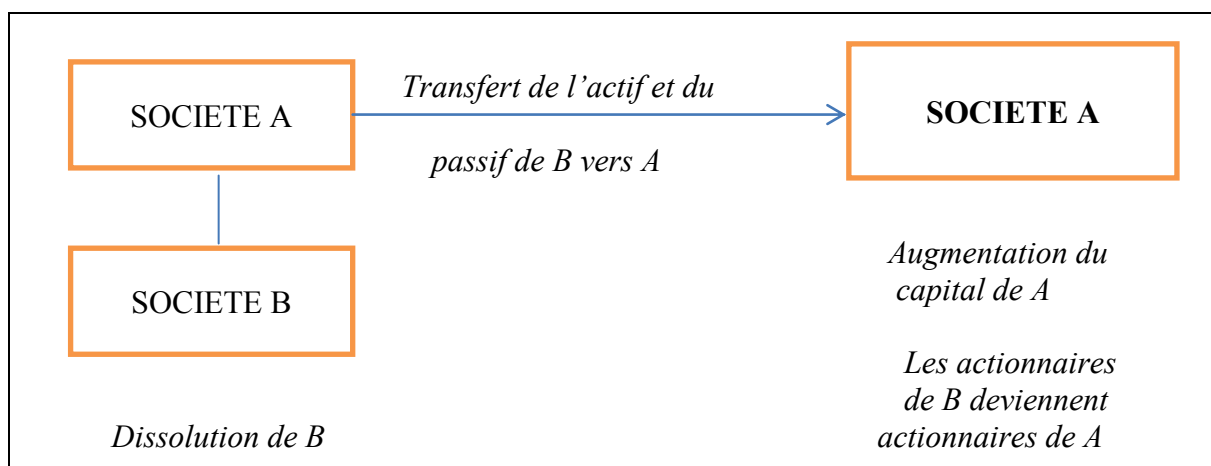


Figure 12 : Présentation de la fusion-absorption

- apports de titres : apport des titres d'une société B à une société A, rémunéré par des titres de la société A ;
- apport partiel d'actifs : apport par une société B à une société A d'une partie de ses éléments d'actifs en échange de titres émis par A. C'est ce qu'on appelle une fusion par création d'une nouvelle entité, connu également sous le terme de fusion-dissolution, qui est une opération par laquelle deux ou plusieurs entreprises initiales se dissolvent et disparaissent au profit d'une nouvelle entité reprenant la totalité de leur patrimoine. La fusion entraîne la

dissolution sans liquidation des sociétés et la transmission universelle de leur patrimoine en créant une nouvelle société C (cf. figure 13).

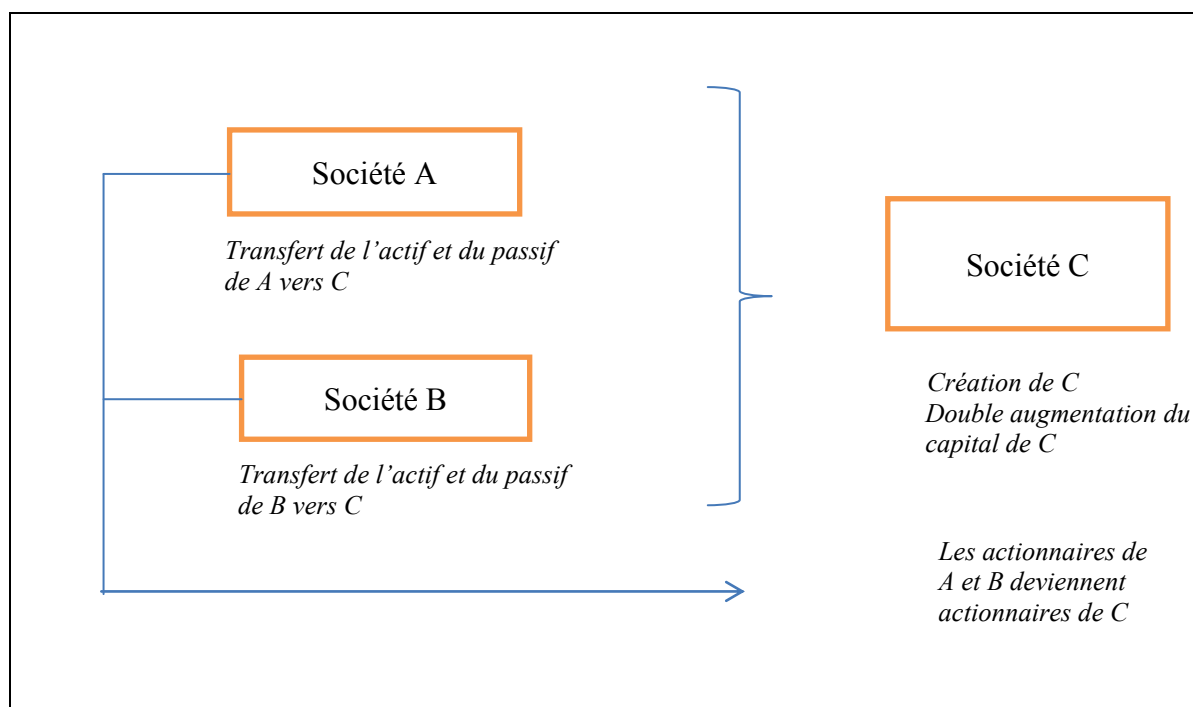


Figure 13 : Présentation de la fusion par la création d'une nouvelle société

Ces différentes modalités financières ne génèrent pas de différences sur le plan économique.

Cependant, cessions et fusions se distinguent au plan financier. A la différence de l'acquisition, la fusion conduit à l'addition de deux entités en permettant ainsi d'accroître la puissance financière du groupe. En contrepartie, les actionnaires d'un groupe issu d'une fusion partagent les risques liés à cette opération. Les opérations de fusion donnent lieu à une évaluation des sociétés souhaitant fusionner afin de fixer le poids relatif de chacune, puis la parité d'échange, c'est-à-dire le nombre de titres de l'acquéreur qui seront échangés contre des titres de la cible au cours de l'opération.

Dans la majorité des cas, la cause de destruction de valeur provient d'une surestimation de cette parité, ce qui équivaut à payer une prime à la société acquise. Or, si celle-ci n'est pas justifiée économiquement, il y aura destruction de valeur. Par ailleurs, il est d'autant plus intéressant de procéder à des fusions si la société absorbante bénéficie d'un PER élevé. En effet, il y aura alors croissance des bénéfices par action de l'absorbante. Ceci n'est pas synonyme de création de valeur, mais provient d'un effet mécanique dû à l'écart de PER entre

l'absorbante et l'absorbée, ce qui donne l'impression souvent fautive d'une fusion réussie entre deux groupes.

Avant de présenter la deuxième section du 1^{er} chapitre sur le concept de la création de valeur, nous allons faire un bref rappel des différentes vagues de fusions-acquisitions intervenues sur le plan mondial pour illustrer l'évolution du concept de la création de valeur au cours du temps. Il est intéressant de constater que, si chaque pays a ses caractéristiques propres, les différentes études menées sur ces vagues de fusions-acquisitions mettent en avant des logiques et des motivations similaires que l'on retrouve aussi bien aux Etats-Unis qu'en France par exemple.

2. Motifs de recours aux fusions-acquisitions

2.1. Des motivations stratégiques offensives

Plusieurs raisons peuvent pousser une firme à avoir recours à des opérations de fusions-acquisitions. L'objectif principal dans une optique offensive est d'améliorer la position concurrentielle de l'entreprise en exploitant ou valorisant les caractéristiques de l'entreprise nouvellement détenue. Les motivations sont alors nombreuses, mais nous pouvons en retenir les principales, à savoir :

- Accroître le pouvoir de domination et d'influence

Les dirigeants souhaitent disposer d'un pouvoir économique suffisant pour renforcer le pouvoir de la firme vis-à-vis des autres acteurs présents sur le marché. Suite à l'opération de fusion-acquisition, l'entreprise pourra tenter de modifier les conditions du marché à son avantage et au détriment de ses concurrents.

L'accroissement du pouvoir de domination trouve sa forme la plus extrême dans le développement de monopole où l'entreprise contrôle totalement le marché et impose alors ses pratiques commerciales. Par exemple, le cas du rapprochement entre Schneider Electric et Legrand dans le domaine des équipements électriques a conduit la Commission Européenne à rejeter le projet, car il aurait entraîné une forme de pouvoir de domination abusive.

- **Acquérir des ressources spécifiques**

Il est parfois nécessaire pour des entreprises de disposer de nouvelles ressources rapidement qui leur permettent de rester concurrentielles. La croissance interne ne peut généralement pas être favorisée pour cause de délais courts et de manque de moyens. Les fusions-acquisitions peuvent permettre un transfert rapide des ressources de la société achetée vers l'entreprise acheteuse. Ces ressources peuvent représenter la mise à disposition de ressources technologiques et même du savoir-faire des employés de la société achetée.

Ainsi, si l'on garde pour exemple le groupe Schneider Electric, l'acquisition du Danois Lexel qu'il a opérée, lui a permis de s'engager dans la basse tension, alors qu'il ne développait que ses activités dans la moyenne tension et les automatismes. Son offre a été élargie et il a pu proposer des systèmes complets à ses clients.

- **Prendre position sur un nouveau marché**

L'entreprise peut envisager une opération de fusion-acquisition dans le but d'étendre ses activités à de nouvelles zones géographiques (internationalisation) ou de prendre position sur des marchés nouveaux et porteurs (exploration). En achetant Nissan par exemple, Renault a pris le contrôle d'un réseau de distribution qui lui offre les portes du marché asiatique.

- **Se renouveler en innovant**

Généralement associée à la croissance interne, l'innovation peut aussi s'appliquer à la croissance externe dans certains cas notamment lorsque des entreprises situées dans des secteurs en forte évolution (comme la téléphonie mobile, internet...) nécessitent des adaptations permanentes. Le fait de fusionner ou d'acquérir de nouvelles sociétés peut avoir pour objectif de créer un savoir-faire global entraînant un changement complet de l'organisation. C'est le cas de l'acquisition opérée par ICI sur Beatrice Chemical dans le domaine des matériaux avancés.

2.2. Des motivations stratégiques défensives

L'évolution du contexte dans lequel progresse l'entreprise et le comportement adopté par ses concurrents peuvent amener l'entreprise à réagir afin de maintenir ses positions. Elle pratique alors bien souvent des opérations de fusions-acquisitions et ce, afin de ne pas être déstabilisée ou même pour éviter d'être victime elle-même d'un rachat par un grand concurrent.

Les principales motivations qui poussent les entreprises à opérer de telles opérations sont les suivantes :

- **Consolider ses positions dans des secteurs parvenus à maturité**

A travers une opération de fusion-acquisition, l'entreprise peut espérer gagner des parts de marché alors que la demande diminue. En effet, sur un marché arrivé à maturité, la demande n'évolue plus favorablement et pour gagner des parts de marché, il faut en prendre directement à ses concurrents en diminuant leur niveau d'activité. Acquérir une société permet une augmentation des parts de marché de la société initiatrice puisqu'elle récupère les produits vendus sur le marché par la société achetée ainsi que sa clientèle.

- **S'adapter aux mutations technologiques**

Pour rester compétitives, les entreprises doivent maintenir leur potentiel technologique car c'est ce même potentiel qui va leur permettre de créer de nouveaux produits ou procédés.

Pour s'adapter rapidement, la croissance interne n'apparaît pas comme le meilleur moyen car la mise en place d'une stratégie interne, en plus d'être coûteuse, s'avère plus longue en durée qu'une opération de fusion-acquisition. L'entreprise peut ainsi espérer maintenir ses positions ou rattraper rapidement un concurrent nouveau très performant technologiquement.

- **Obtenir une taille critique**

Une entreprise souhaitant passer d'une logique d'exportation à une logique de mondialisation, avec tous les effets que cela implique, va trouver dans les fusions-acquisitions un moyen efficace de grandir à un niveau mondial.

- **Obstruer les manœuvres d'un concurrent gênant**

Cela peut se traduire par la neutralisation d'un concurrent, par un renforcement du pouvoir de marché de la société (exemple de l'achat de Promodès par Carrefour dans l'optique de disposer d'une taille suffisamment dissuasive pour contrer les menaces grandissantes du n°1 mondial Wall-Mart).

On peut aussi avoir recours à une élimination pure et simple du concurrent comme ce fut le cas pour l'UAP rachetée par AXA Assurances.

La riposte par le développement d'un contre-projet de fusion-acquisition peut également être envisagée : c'est le cas pour la BNP qui fut opposée à la Société Générale et à Paribas dans un jeu concurrentiel visant à devenir le premier groupe français et à se positionner à l'international. Suite au projet de fusion SG-Paribas, la BNP a dû réagir rapidement en initiant une contre-OPE (notion abordée précédemment) sur les deux banques. Cette réaction a permis

à BNP d'éviter le rapprochement de ses deux concurrents et de prendre le contrôle de la société initialement visée par SG pour former le groupe BNP Paribas.

- **Limiter les entrées sur le marché**

Les obstacles à l'entrée peuvent être véritablement renforcés par un rapprochement entre l'entreprise et des acteurs de son environnement (concurrent, fournisseur, distributeur...).

Cette option permet à l'entreprise d'imposer des normes d'entrée très coûteuses, qui peuvent rendre la politique de pénétration pour d'éventuels entrants trop risquée ou insuffisamment rentable. Ce type d'action est surtout valable dans les secteurs où la technologie est une ressource stratégique importante.

2.3. Des motivations financières

Les fusions-acquisitions peuvent trouver la justification de leur opération dans la synergie qu'elles sont censées apporter. En effet, lorsqu'une entreprise effectue une opération de fusion-acquisition, c'est pour créer plus de valeur. Le terme « synergie » évoque la création de valeur supplémentaire obtenue grâce au regroupement de deux ou plusieurs entreprises et qui n'aurait pas été obtenue sans ce regroupement. Il n'y a création de valeur que si la somme des flux générés par les deux entreprises réunies est supérieure à la somme des flux engendrés par les deux entreprises prises séparément.

On peut distinguer deux types de synergies de coûts : les synergies de coûts liés aux effets de volume et celles liées au partage des ressources.

- **Les synergies de coûts par effets de volume**

C'est la raison la plus souvent avancée lors du rapprochement de deux entreprises. Elles correspondent à une diminution du coût unitaire moyen de production associée à la quantité de produits fabriqués. Les entreprises vont essayer d'utiliser à plein régime leurs capacités de production afin de répartir les frais fixes sur de gros volumes. Lorsque Thomson a racheté Telefunken, la société a nettement augmenté son échelle de production dans un certain nombre de produits destinés au grand public. Les économies d'échelle obtenues étaient associées à l'effet de dimension créé par le rapprochement de ces deux entreprises semblables.

- Les synergies de coûts liées à la mise en commun de ressources

Lors d'acquisitions (notamment horizontales), avec des activités proches, des ressources identiques peuvent se retrouver dans la nouvelle entité et elles nécessitent alors un regroupement. La rationalisation va permettre une réduction des coûts par économie de champ. Nous allons pouvoir regrouper les réseaux de distribution, rationaliser certains services ou fonctions, optimiser les sites de production et supprimer le cas échéant ceux qui ne sont pas rentables, centraliser les directions, mieux répartir les effectifs.

Il faut cependant nuancer ces perspectives bénéfiques avec le fait qu'une trop forte réorganisation des ressources peut aussi s'avérer être source de coûts de compromis issus des adaptations structurelles des deux entités : nous pouvons observer parfois une baisse d'efficacité.

3. Les risques et inconvénients des fusions-acquisitions

La mesure de la performance des opérations de fusions-acquisitions est une donnée majeure puisqu'elle doit permettre de savoir si l'on doit entreprendre l'opération ou non.

Le risque majeur dans une opération de fusion-acquisition est une mauvaise évaluation de la société cible. Valoriser une société consiste à calculer la valeur financière de l'entreprise en tenant compte des données comptables passées et du potentiel de développement de la société. Des techniques de valorisation de la société cible clairement établies existent et peuvent réduire les risques d'une mauvaise évaluation.

L'objectif final de toute opération est, comme nous l'avons vu précédemment, la création de valeur. L'indicateur de succès de l'opération est le rendement pour l'actionnaire (dividendes et plus-values) rapporté à l'indice boursier du secteur dans lequel a eu lieu l'opération. L'opération sera jugée réussie si le cours de la bourse de la nouvelle entité est plus performant que la moyenne du secteur.

Pour dire d'une fusion qu'elle est réussie, l'amélioration par rapport à l'indice du secteur doit avoir un taux considérable pouvant aller jusqu'à 25% dans certains cas.

Dans la réalité, il est constaté qu'une fusion sur deux environ est un échec.

Outre une mauvaise évaluation de la performance, des facteurs externes peuvent aussi expliquer ces échecs comme la hausse du taux d'intérêt qui influe à la baisse le cours des actions ou la maturité du secteur économique concerné par l'opération. Il est, par exemple,

plus difficile de réussir une fusion dans le secteur bancaire que dans le secteur des télécommunications.

Une corrélation assez forte est fréquemment observée entre la taille relative de l'opération et son échec. À la suite une étude du cabinet Mercer Management Consulting, lorsque le montant du contrat est supérieur à 30% du chiffre d'affaires, 75% des opérations échouent (« croissance externe et création de valeur », MTF – L'AGEFI n°109 août 1999).

Parallèlement, nous pourrions supposer l'existence d'un lien entre la prime d'acquisition et l'échec de l'opération. En effet, nous pouvons échouer parce que nous avons mal choisi ou surpayé la cible. Cependant, ce lien n'a jamais été véritablement établi.

Il existe un risque de « passage clandestin » des actionnaires de la société cible dans le cadre d'acquisitions hostiles (Grossman et Hart, 1980). En effet, c'est l'un des principaux obstacles auxquels se heurtent les acquisitions hostiles. Si les passagers clandestins anticipent le fait que l'acquisition va entraîner une amélioration de la valeur de l'entreprise et donc de leur rémunération, ils peuvent refuser de vendre leurs titres si l'acquéreur ne les rachète pas à un prix supérieur à celui qui résulterait de l'amélioration de la gestion de l'entreprise suite à l'opération. Si l'acquéreur se trouve face à une situation où bon nombre d'actionnaires refusent de vendre, l'opération est un échec considérable. Il vaut donc mieux lotir les actionnaires de la société cible pour prévenir les échecs, sans toutefois trop les rémunérer (il y aura là un risque financier majeur).

Les opérations de fusions-acquisitions nécessitent vraiment la plus grande prudence à tous niveaux.

4. L'accroissement de la performance dans le cadre des stratégies de fusions-acquisitions

4.1. Les fusions-acquisitions comme moyen d'action stratégique

A partir de 2007, et malgré la crise financière, le volume de fusions-acquisitions dans le monde a atteint un sommet à 4 500 milliards de dollars (3 057 milliards d'euros), en hausse de 24 % par rapport à 2006, qui marquait alors un record avec un volume de 3 610 milliards de dollars²³.

Les figures 14 et 15 ci-jointes et que l'on a extraites de la base Thomson, nous montrent l'évolution des fusions-acquisitions respectivement au plan mondial et européen.

²³ Selon les chiffres définitifs du fournisseur de données **Thomson Financial**, publiés jeudi 3 janvier 2008.

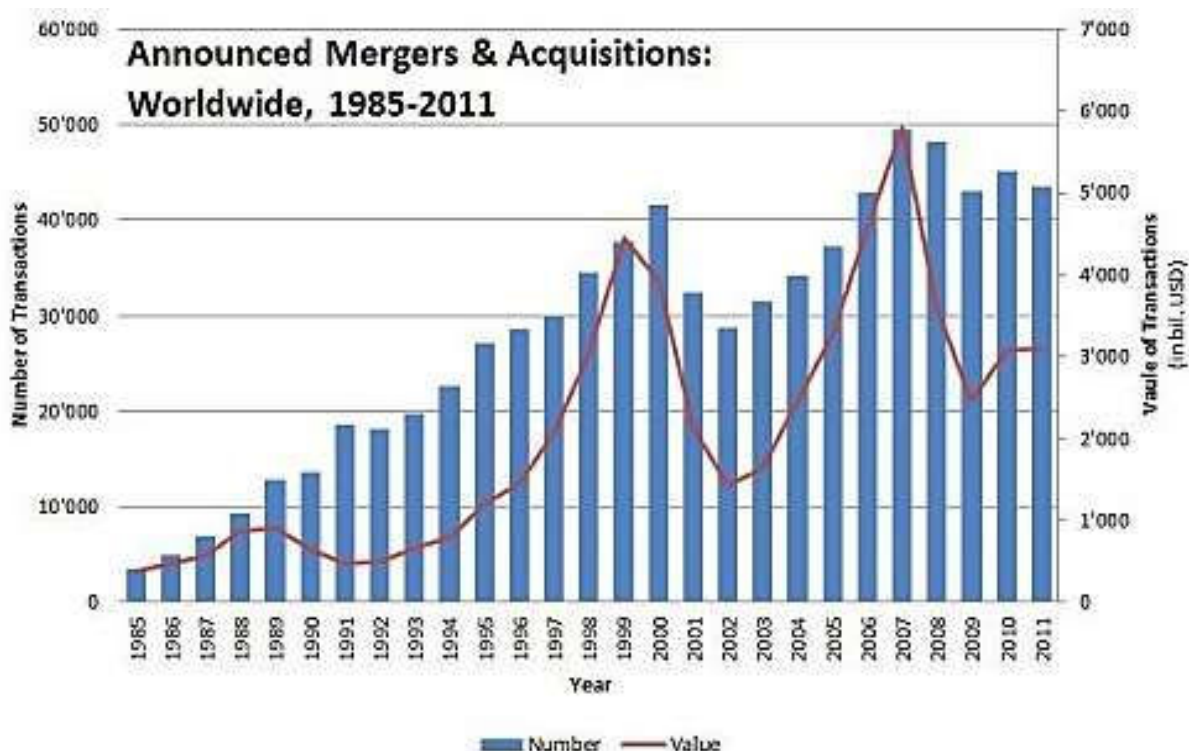


Figure 14 : L'évolution des opérations des fusions-acquisitions entre 1985 à 2011 au niveau mondial

En se référant à la figure 14 ci-dessus, nous distinguons, sur le marché mondial, six vagues successives et le début d'une septième, répondant à des logiques et des mécanismes différents.



Figure 15 : Volumes mensuels mondiaux de F&A (en milliards de dollars)

A partir de ce deux figures, nous remarquons bien que l'année 2007 est une année fluctueuse, et si nous analysons bien la figure 15, nous constatons que cette grande évolution est réalisée au premier semestre de l'année 2007, et à partir de là, ça commence à baisser, que ce soit le nombre des fusions-acquisitions ou la valeur.

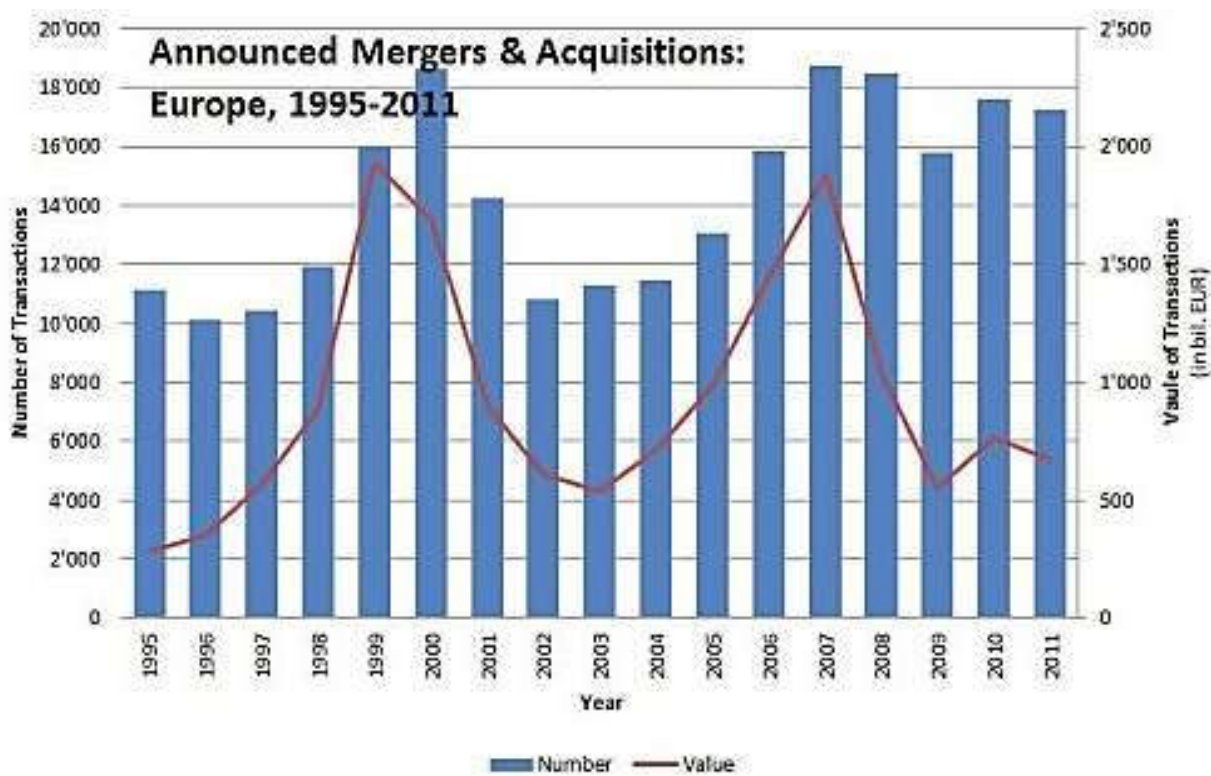


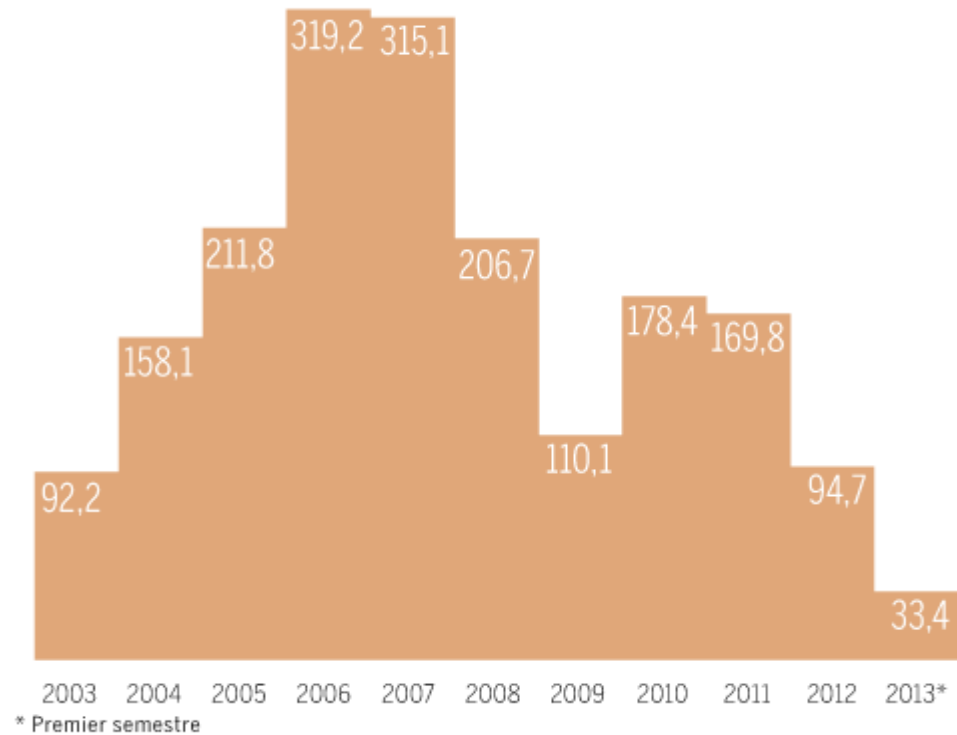
Figure 16 : L'évolution des opérations des fusions-acquisitions entre 1985 à 2011 au niveau européen

Nous observons, sur les figures 14 et 16, que l'année 2000 a sonné, au niveau mondial, européen et même en France, la fin du plus haut cycle dans l'histoire des F&A, tous secteurs confondus, du fait de la de bulle de l'Internet. L'engouement pour les valeurs technologiques, le niveau élevé de la bourse, l'émergence de géants dans les télécoms et médias ont joué en la faveur de cette euphorie.

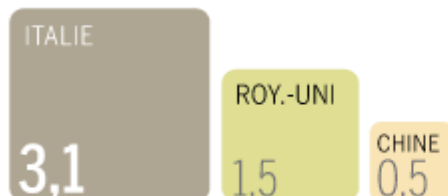
Nous remarquons également que malgré la crise de 2007, la même année le nombre des F&A à atteint le sommet, et c'est à partir de ces données que nous pouvons conclure que les F&A, comme les AS, sont des stratégies qui peuvent être des réponses pour remédier à une crise.

Au niveau Français, le graphique suivant nous présente l'évolution des opérations des fusions-acquisitions impliquant au moins un acteur Français.

OPÉRATIONS DE FUSION - ACQUISITION IMPLIQUANT UN ACTEUR FRANÇAIS
en milliards de dollars



LES TROIS 1^{ERS} PAYS ACQUEREURS
en 2013* milliards de dollars



PAYS CIBLÉS PAR LES ENTREPRISES FRANÇAISES
en 2013* en milliards de dollars



SOURCE : THOMSON REUTERS

Figure 17 : L'évolution des opérations des fusions-acquisitions impliquant au moins un acteur français

4.2. Dans quelles mesures les fusions-acquisitions permettent-elles d'améliorer les performances de l'entreprise ?

- **La croissance externe permet d'augmenter la compétitivité des entreprises**

Les entreprises recherchent par la croissance externe les avantages liés à la grande dimension, en premier lieu les économies d'échelle assurant des rendements croissants grâce à la réduction des coûts fixes moyens et à une organisation du travail plus efficace. Dans le cas

d'opérations de concentration horizontale, la réorganisation des activités de production et de commercialisation permet d'obtenir une réduction des coûts (qui peuvent avoir des effets négatifs sur l'emploi). Les regroupements verticaux le long d'une filière de production réduisent les coûts de transaction liés aux relations de marché entre firmes indépendantes et assurent aux firmes une spécialisation cohérente. La grande dimension ou taille critique renforce la compétitivité du coût dans la mesure où le rapprochement des entreprises permet d'exploiter des synergies. Des complémentarités fructueuses existent lorsque les capacités d'une firme procurent à une autre des moyens à un coût inférieur à l'alternative que constituerait un développement interne ou une suite de transactions marchandes.

La grande dimension renforce aussi la compétitivité hors coût des entreprises ; leur pouvoir de marché s'accroît ainsi que leurs ressources financières mobilisables pour développer leurs activités de recherche-développement et d'innovation.

- **La fusion-acquisition améliore la performance financière des entreprises**

- *Elle permet d'augmenter le bénéfice*

On attend de la croissance externe l'augmentation du bénéfice escompté. En effet, si nous nous plaçons à court terme, la croissance externe permet de concentrer la production dans les usines les mieux placées et par conséquent le coût moyen des produits sera plus bas. Le rapprochement des entreprises débouche souvent sur la fermeture des usines les plus anciennes. À long terme, nous prétendons que la croissance externe permet d'exploiter des économies d'échelle, et en particulier parce que l'entreprise s'attend à une augmentation de la demande, elle réalise des investissements plus importants. L'augmentation des capacités de production qui en résulte fait que le coût moyen augmente moins vite. De plus, les dirigeants estiment que les dépenses de marketing sont coûteuses. Dans ce cas, la croissance externe étale sur une plus grande production, les dépenses de marketing.

La croissance externe augmente le bénéfice parce que le nouveau groupe accroît son pouvoir de négociation. Si la croissance externe a lieu dans le même secteur, nous pouvons penser que les achats seront moins coûteux et que les prix de vente signalés aux consommateurs seront plus élevés. Si la croissance externe se réalise dans plusieurs secteurs, l'augmentation du pouvoir de négociation vient du fait que l'entreprise vend une gamme plus large ce qui oblige le consommateur à acheter plusieurs produits de la gamme.

- *Elle permet de diminuer les impôts*

Très souvent dans le cadre d'une croissance externe, les sociétés achètent des entreprises en perte. Ainsi, elles peuvent déduire les pertes du bénéfice imposable.

- *Elle permet d'augmenter la capacité d'endettement*

Quand les entreprises fusionnent, elles ont des capitaux propres plus importants qui leur permettent de s'endetter davantage, et si l'effet de levier intervient, elles augmentent leur bénéfice.

- *La fusion-acquisition comme moyen de réduction des risques*

Dans le cas d'une diversification conglomerale en grande partie, le rapprochement des entreprises permet la bonne utilisation des synergies qui permettent d'accroître l'adaptabilité au marché, d'améliorer les procédés de financement et de faire diminuer la variation conjoncturelle des profits.

Les résultats des analyses récentes sur les opérations des fusions-acquisitions montrent que ces dernières sont fondées sur le conflit entre les actionnaires et les managers. Les actionnaires peuvent être amenés à céder leurs actions s'ils estiment que les managers ne peuvent pas atteindre leurs objectifs. Ces analyses reposent sur la théorie de l'agence (relation principal-agent) et la théorie managériale (séparation entre propriété et pouvoir).

L'hypothèse de base de toutes ces recherches est de dire que l'objectif initial des fusions est de créer de la valeur pour les actionnaires. En effet, dans un contexte où le coût du capital baisse (lié à la diminution des taux d'intérêt), la valorisation des synergies par les cash-flows futurs actualisés est de plus en plus élevée. Les prix de transaction le sont également ; ils ne peuvent être justifiés que par les résultats à moyen terme et non plus par les améliorations à deux ou trois ans. La rationalité de la fusion n'est pas toujours évidente. Les observations des industries arrivant à maturité montrent que les stratégies de fusions-acquisitions émergent souvent lorsque les poches de valeur commencent à migrer vers d'autres métiers et qu'il faut compenser ces baisses structurelles de marges par des coûts plus compétitifs. L'avantage procuré par la fusion retarde cet effet de ciseaux, mais n'est pas suffisant pour le supprimer.

Une part significative de la rentabilité des entreprises provient d'une combinaison d'activités favorables, de leur présence à certains stades de la chaîne de production, de distribution où la valeur et les marges sont élevées, et d'une focalisation sur des segments de clientèle rentables.

Ci-joint un schéma qui récapitule la création de valeur d'une fusion-acquisition d'une manière générale :

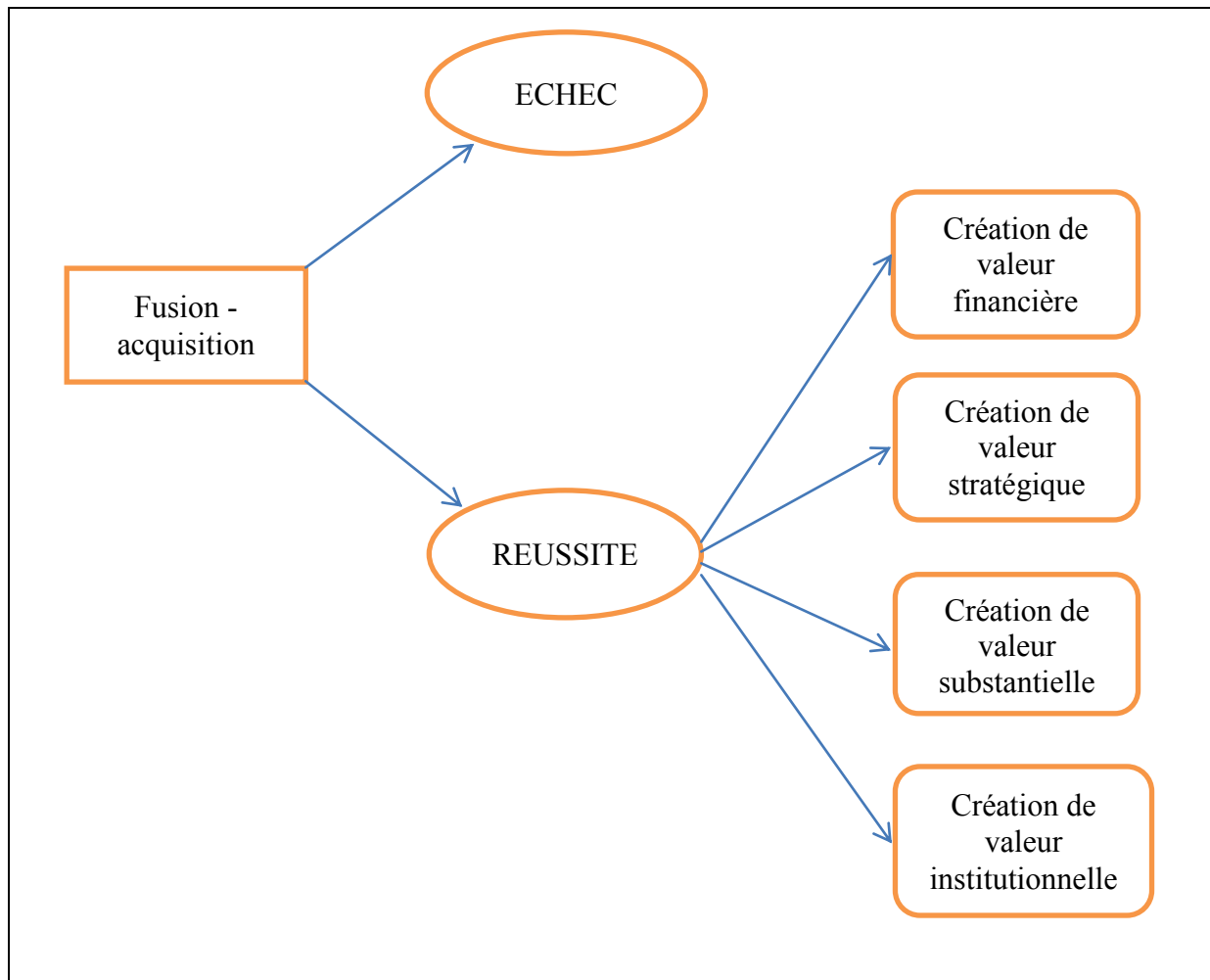


Figure 18 : Schéma récapitulatif de la création de valeur d'une fusion-acquisition

5. Focus sur les principaux travaux de recherche dans le domaine sur les fusions-acquisitions

Le tableau ci-joint énumère quelques travaux empiriques avec l'objet de recherche, période d'observation, la période ainsi que le résultat.

Tableau 8 : Synthèse des travaux empiriques étudiant la relation entre l'AS et la performance financière

Année/Auteur(s)	Objet de recherche	Période d'observation	Période	Echantillon(s)	Mesures de la performance	Résultats
2007 Alexandridis, Antoniou et Petmezas	Divergence d'opinion sur la valeur de l'acquéreur avant l'acquisition et performance à long terme de l'opération	12 mois et 36 mois	1986-2002	4 641 acquisitions impliquant uniquement des firmes anglaises	Rentabilités anormales Dispersion des prévisions des Analystes	Rendements négatifs à un an (trois ans) d'environ -0,38% (-0,58%) par mois Prévisions des analystes : résultats similaires
2005 Moeller, Schlingemann et Stulz					Étude d'événement et données comptables	Rendements et destruction de la richesse
2005 Olson et Pagano	Performance des acquisitions d'entreprises malaisiennes	-48 à -12 et 1 à 60 mois	1987-1997	106 fusions de banques américaines cotées en bourse	Modèle de croissance durable (rendement des actifs, distribution de dividendes et fonds propres) Rentabilités anormales	Performance supérieure des banques ayant fusionnées par rapport à l'échantillon de contrôle
2004 Campa et Hernando					Étude d'événement	F&A européennes et création de valeur
2004 Mitchell, Pulvino et Stafford					Étude d'événement	Fusions et pression de la demande
2004 Rahman et Limmack	Performance à long terme des acquéreurs après une fusion ou une acquisition	1 à 36 mois	1988-1992	113 prises de contrôle d'entreprises malaisiennes (non cotées) par un acquéreur coté sur la bourse malaisienne	Cash-flows opérationnels	Performance opérationnelle, à 5 ans, supérieure pour les acquisitions par rapport à l'échantillon de contrôle

Année/Auteur(s)	Objet de recherche	Période d'observation	Période	Echantillon(s)	Mesures de la performance	Résultats
2003 Sudarsanam et Mahate	Impacts des caractéristiques des acquéreurs et de l'opération sur la performance à long terme	-1 à 750 jours	1983-1995	519 acquisitions anglaises réussies	Price-to-book et market-to book value (utilisation de 4 modèles de benchmark)	Rendements négatifs mais non-significatifs à l'annonce Rendements négatifs et significatifs à 750 jours
2002 Fuller, Neller et Segemoller					Étude d'événement	Firmes réalisant plusieurs acquisitions
2002 Sharma et Ho	Impacts des caractéristiques des acquéreurs sur la performance à court et long terme	0 à 36 mois	1986-1991	36 acquisitions impliquant des entreprises australiennes, compagnies publiques du secteur industriel	Cash-flow opérationnels, , marge bénéficiaire, earnings per share ROA, ROE	Pas d'amélioration de la performance opérationnelle après une fusion-acquisition
2000 Brown, Finn et Hope	Impact des provisions sur la performance à long terme des fusions-acquisitions	-12 à 36 mois	1989 – mi-décembre 1995	150 firmes cotées anglaises ayant une importante activité d'acquisition	Cash-flows Rentabilités anormales	Baisse des cash-flows et des rentabilités anormales sur la période post-acquisition
2000 Levant	Performance des acquisitions conglomerales	-1 et 60 mois	1991-1995	55 questionnaires réalisés auprès de groupes français de taille moyenne, ayant procédé à des acquisitions amicales d'entreprises françaises	Perception de l'atteinte des objectifs financiers et/ou stratégiques	Succès de l'opération : entre 40 et 57% Mitigé : entre 19 et 43 % Echec : entre 20 et 38 %
1999 Hirigoyen (France)					Etude clinique	O.P.A.
1998 Bessière (France)					Etude d'événement	F&A et pouvoir de négociation

Année/Auteur(s)	Objet de recherche	Période d'observation	Période	Echantillon(s)	Mesures de la performance	Résultats
1998 Rau et Vermaelen	Performance des fusions dans l'industrie pétrolière aux Etats-Unis	0 à 60 mois	1980-1991	3 169 fusions et 348 acquisitions (échantillon complet) 709 fusions et 278 acquisitions (uniquement les opérations impliquant des cibles cotées)	Rentabilités anormales (après ajustements liés à la taille et au book-to-market)	Performance plus faible (plus forte), à 3 ans, pour les firmes fusionnées (les acquéreurs) par rapport à l'échantillon de contrôle
1996 Hitt, Hoskisson, Johnson et Moesel					Données comptables et questionnaire	Acquisitions et recherche et développement
1994 Caby (France)					Mesures comptables	F&A
1993 Jensen					Données boursières	F&A
1992 Agrawal, Jaffe et Mandelker	Performance post-fusion des acquéreurs	1 à 60 mois	1955-1987	937 fusions et 227 acquisitions (quasi-exhaustif pour les opérations impliquant des acquéreurs du NYSE et des cibles du NYSE/AMEX)	Rentabilités anormales (deux méthodologies de calcul)	Actionnaires de l'acquéreur : pertes d'environ 10 %, 5 ans après la fusion
1992 Cornett et Tehranian	Performance des grandes fusions de banques	-36 à -12 et 1 à 36 mois	1982-1987	15 acquisitions étatiques dans le secteur bancaire et 15 non-étatiques dont le prix d'achat est supérieur à 100 millions de dollars et dont la cible est cotée en bourse	Cash-flows opérationnels Rentabilités anormales	Performance des banques fusionnées supérieure à celle de l'industrie bancaire Relation fortement positive entre la hausse des cash-flows opérationnels après la fusion et les rentabilités anormales constatées à l'annonce de l'opération

Année/Auteur(s)	Objet de recherche	Période d'observation	Période	Echantillon(s)	Mesures de la performance	Résultats
1992 Healy, Palepu et Ruback	Evolutions de performance post-fusion pour l'acquéreur et la cible	-60 à -12 mois et 12 à 60 mois	1979 - mi-1984	50 fusions industrielles impliquant les cibles de plus grande taille et dont l'acquéreur est américain	données comptables (Cash-flows opérationnels) et Rentabilités anormales	Amélioration de la performance post-fusion : cash-flows supérieurs à ceux constatés dans les secteurs d'activités des entreprises. Relation fortement positive entre la hausse des cash-flows opérationnels après la fusion et les rentabilités anormales constatées à l'annonce
1991 Hitt, Hoskisson, Ireland et Harrison					Analyse des données comptables	Acquisitions et la recherche et développement
1991 Martin et McConnell					Etude d'événement	O.P.A.
1990 Mork, Schleifer et Vishniy					Etude d'événement	F&A et motivations des dirigeants
1987 Travlos					Etude d'événement	F&A et mode de paiement
1982 Hoshino	Comparaison de la performance des fusions d'entreprises au Japon	-60 à -12 mois et 12 à 60 mois	1967-1970	90 fusions japonaises	5 indicateurs financiers (valeur nette/total des actifs et passifs ; coefficient de liquidités ; ratio d'endettement ; taux de rotation et résultat net/total des actifs et passifs)	<i>Echantillon de 15 fusions :</i> Hausse des liquidités, mais baisse de la rentabilité et hausse du risque après une fusion <i>Echantillon de 90 fusions :</i> Résultats, en moyenne, supérieurs pour les firmes fusionnées par rapport à des firmes d'une même industrie

Année/Auteur(s)	Objet de recherche	Période d'observation	Période	Echantillon(s)	Mesures de la performance	Résultats
1974 Melicher et Rush	Effets de la croissance durable sur la performance à long terme	0 à 36 mois	1960-1969	132 fusions-acquisitions (61 firmes conglomerales et 71 non conglomerales)	4 groupes de mesures liés : à la taille, au résultat, aux facteurs influençant le résultat et à la performance à 5 ans	Absence d'étude de la performance pour l'échantillon global
1973 Reid	Synergies et performance opérationnelle des fusions-acquisitions	-36 à -12 et 1 à 36 mois	1961-1968	25 plus grands groupes américains réalisant de nombreuses fusions (8 dans le secteur pétrolier)	3 variables liées à la taille et 12 liées à la rentabilité des Actionnaires	Performance supérieure pour les firmes ne réalisant pas de fusions Performance supérieure mais non significative pour les firmes pétrolières réalisant des fusions par rapport aux plus grandes firmes du secteur

Cette section nous a permis de faire plus ample connaissance avec la notion de l'AS et de F&A notamment de connaître la vraie notion d'une alliance stratégique (dans la section 1) et de mettre en évidence la distinction entre les termes « fusion » et « acquisition ». Nous avons également parcouru la pluralité des pratiques juridiques (formes de contrôle) de ces opérations.

Dans cette section, nous avons également passé en revue les avantages et inconvénients des F&A dont la connaissance est primordiale pour la compréhension de celles-ci pour aborder par la suite les différents types de F&A.

Nous avons enfin consacré le dernier point de chacune des deux sections à la présentation des voies de recherches dans le domaine des AS et F&A en abordant les principaux axes de recherches, ainsi que les principaux travaux de recherche pour les deux stratégies de croissance externe.

La présentation de cette section, avec tous les éclairages qu'elle apporte, constitue à notre sens un préalable à la compréhension de la suite de la thèse.

Section 3 : L'APPROCHE CONCEPTUELLE DE LA CRÉATION DE VALEUR

Selon Caby et Hirigoyen (2005), le concept de création de valeur a tout d'abord été mobilisé en économie puis dans les théories financières. Ce cheminement est retracé dans cette section qui expose tout d'abord la vision générale et économique de la création de valeur (1). Ensuite, les outils de mesure de la création de valeur (2) sont présentés.

1. La création de valeur

1.1. Définition de la création de valeur

La création de valeur est un concept ambigu en raison de la multiplicité des pratiques managériales qui lui sont associées : valeur d'échange, valeur comptable ou économique, valeur partenariale, valeur pour le client, etc. Ainsi que le notent Brechet et Desreumaux (Teller et Hoarau, 2001, p.8) « la valeur, notion régulièrement mobilisée en sciences de gestion, est l'objet d'une pluralité de regards disciplinaires sans réelle lecture fédératrice approfondie ». Cependant, les diverses approches ne connaissent pas toutes le même succès, et certaines sont très éphémères par rapport à d'autres qui semblent plus ancrées dans le management. D'après Hoarau et Teller (2001), les multiples aspects de la création de valeur varient en fonction des différents destinataires de la création de valeur, comme le montre le tableau ci-dessous. (Hoarau et Teller, 2001, p.9).

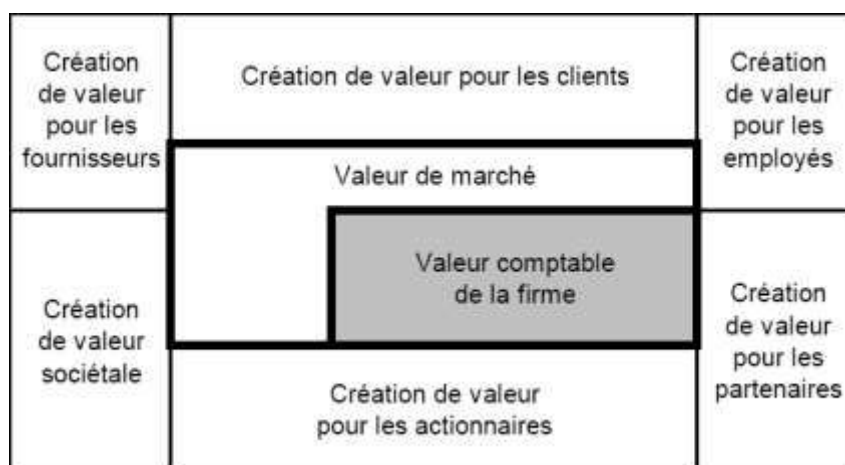


Figure 19 : Les multiples aspects de la création de valeur

Au sein de cette diversité, certaines approches semblent relever d'un effet de mode tandis que d'autres semblent dominer. Nous remarquons qu'une théorie de l'avantage concurrentiel, issue du domaine stratégique s'affirme. La création de valeur du point de vue concurrentiel c'est « choisir et combiner les activités de façon à créer un avantage concurrentiel » (Hoarau et Teller, 2001, p 14). Nous considérons alors la firme comme compétitrice au sein d'un secteur où évoluent plusieurs firmes : l'entreprise crée alors de la valeur concurrentielle en exploitant les opportunités de l'environnement. Ce modèle postule que toutes les entreprises d'un même secteur ont des ressources homogènes : leurs performances passent par une analyse stratégique du secteur, puis par une définition en conséquence des ressources nécessaires. Pour M. Porter (1986), la valeur concurrentielle se situe au niveau des facteurs clés de succès, c'est-à-dire des avantages qui apparaissent comme réellement compétitifs pour le client, tandis que sa création est fortement liée à des facteurs externes. A partir de ce modèle découlent deux visions distinctes. D'une part, dans le domaine de la finance avec le concept de maximisation de la valeur actionnariale et d'autre part, une logique de maximisation globale de la firme avec la valeur qu'une entreprise peut créer pour tous les partenaires qui l'entourent. Ainsi, la compréhension du concept de création de valeur dépend de la représentation que l'on se fait de l'entreprise et de ses finalités.

1.2. Vers une approche économique de la création de valeur

La vision économique de la création de valeur repose sur la définition de la notion de valeur et de l'objectif de maximisation de cette richesse. C'est ainsi que quelques approches économiques de la valeur (1.2.1) et l'objectif de maximisation de la valeur qui se traduit par une création de valeur (1.2.2) sont exposés.

1.2.1. L'approche économique de la valeur

Selon Gille (2006, p. 8), « *la valeur avant d'être issue du rapport d'un sujet à un objet, est principalement conditionnée par le rapport des sujets entre eux : comment s'articule la valeur portée aux choses et la valeur que l'on porte aux hommes ?* ». C'est ainsi que l'auteur distingue la valeur des choses, de la valeur humaine.

Si la valeur des choses est le fait que des individus veuillent acquérir un bien pour une somme donnée, la valeur humaine quant à elle, se définit comme ce qui est bien, beau, juste et reconnu comme tel dans la société (valeurs morales, éthiques, esthétiques, sociales, etc.).

A la différence des sciences sociales qui se réfèrent généralement à une échelle collective de la valeur, l'économie se réfère à une échelle plutôt individuelle (Gille 2006).

Toutefois, les économistes ne s'accordent pas sur le mode d'évaluation de la valeur. En effet, les économistes classiques fondent leur approche de la valeur sur les déterminants essentiels des produits. Cette approche est basée sur la valeur réelle des produits et *in fine* sur la valeur du travail.

A la différence des économistes classiques, le point d'ancrage de la valeur pour les néo-classiques réside dans l'utilité des produits. Cette dernière provient dans ce cas de la satisfaction plus ou moins grande de la consommation des produits par les consommateurs et non des caractéristiques de la production comme le supposent les économistes classiques.

Cette approche de la valeur s'oppose à la vision sociale de la valeur que Gille (2006) mobilise dans l'économie d'attribution. Cet auteur oppose donc l'économie d'attribution à l'économie de marché.

L'idée centrale dans l'économie d'attribution est qu'une autorité (religieuse ou politique) gère un système d'attribution des biens. Les biens dans cette économie n'ont pas de valeur d'échange parce qu'ils ne sont pas dans un processus d'échange (Gille, 2006). Les biens sont attribués non pas par un marché, mais par un mécanisme de partage, ce qui correspond dans ce cas de figure à une autorité.

Selon Mankiw et Taylor (2010), l'économie de marché est habituellement l'un des meilleurs modèles d'organisation de l'activité économique. Les auteurs justifient ce choix par l'effondrement du communisme soviétique intervenu pendant les années 1980, basé sur l'économie d'attribution. En effet, la spécificité de ce système économique résidait dans le fait que seul un gouvernement suprême pouvait organiser l'activité économique et promouvoir le bien-être du pays dans son ensemble.

A la différence de ce système de décisions centralisées, l'économie de marché s'appuie sur les décisions de millions de firmes et de ménages (Mankiw et Taylor, 2010).

Selon Mankiw et Taylor (2010, p. 12), l'économie de marché est « *une économie qui alloue les ressources au travers des décisions décentralisées des nombreuses firmes et des nombreux ménages qui interagissent au sein des marchés des biens et des services* ». Dans un tel système, la morale utilitariste suppose que chaque individu ou firme soit à la recherche de sa satisfaction. L'individu cherche à maximiser ses plaisirs tout en réduisant ses peines (Mankiw et Taylor, 2010).

1.2.2. L'objectif économique de la création de valeur

L'objectif de création de valeur est une déclinaison de la notion de maximisation du profit ou de la valeur en économie de marché.

Sous l'hypothèse d'un marché en concurrence parfaite²⁴, le problème de la maximisation du profit des firmes sous la contrainte des facteurs de production qu'elles utilisent et des outputs qu'elles produisent devient une préoccupation majeure pour celles-ci (Varian 2011).

La notion de profit en économie est la différence entre des recettes et des coûts. Selon Varian (2011), le système de production mobilisé par une entreprise génère des profits sur plusieurs périodes. Il est nécessaire d'actualiser l'ensemble des flux liés aux différents coûts et aux recettes afin de faire émerger la valeur présente de l'entreprise. Dans une perspective économique, l'ensemble des profits considérés renvoie à la valeur présente de l'entreprise (Varian, 2011).

« La plupart des grandes entreprises sont organisées sous forme de sociétés ; cela signifie qu'elles appartiennent simultanément à plusieurs individus [...] Les parts de propriété de la société sont achetées et vendues sur le marché boursier[...] La valeur boursière correspond à la valeur du flux de profits attendu de la part de la firme[...] » (Varian 2011, p. 390).

Ainsi, l'objectif principal des détenteurs des parts des sociétés, consiste à maximiser la valeur des parts qu'ils détiennent. L'entreprise doit donc maximiser sa fonction de profit afin de satisfaire les attentes de ses propriétaires.

Ce critère de maximisation de la richesse créée a été défendu par les économistes néoclassiques. La création de valeur est ici assimilée à la performance économique de l'entreprise, ainsi, une comparaison pourra être établie entre l'entreprise et ses concurrents (Dherment-Ferere et Bidan, 2007).

Cette vision de la création de valeur s'appuie sur plusieurs hypothèses notamment celles relatives à la concurrence parfaite des marchés, à la rationalité complète des individus et à une absence d'asymétrie informationnelle et de conflits d'intérêts. Toutefois, certaines de ces hypothèses sont remises en cause dans les théories comptables et financières qui s'intéressent à la valeur, notamment les théories contractualistes.

²⁴ Cinq hypothèses caractérisent un marché en concurrence parfaite : atomisticité du marché, homogénéité des produits, transparence (égalité d'informations des acteurs, gratuité et immédiateté des informations), libre entrée et sortie des acteurs du marché et libre circulation des facteurs de production (capital et travail).

1.3. Approches comptables et financières de la création de valeur

Les visions comptables et financières de la création de valeur s'appuient sur les théories contractualistes et supposent l'existence d'asymétrie informationnelle et de conflits d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires. L'entreprise s'apparente à un nœud de contrats et non à « une boîte noire » comme le suggéraient les théories économiques néoclassiques. Lorsque les conflits sont accentués dans la relation contractuelle, l'objectif de maximisation de la valeur devient plus important.

Selon Caby et Hirigoyen (1998, p.8), « *le problème de la valeur n'a jamais été éludé par les financiers mais, pendant longtemps, la pensée financière s'est attachée à estimer la valeur de l'entreprise à partir des seuls documents comptables* ». Selon ces auteurs, la vision comptable et la vision financière de la valeur traduisent deux optiques différentes qui peuvent les opposer. En effet, suivant Caby et Hirigoyen (1998), si la comptabilité fonde son approche d'évaluation de la valeur sur le passé de l'entreprise (valeur patrimoniale, valeur de rendement et goodwill), la finance relève d'une approche projective par l'intégration de la notion du risque (valeur de tout type d'actif). La finance évalue l'entreprise sur la base de l'ensemble des flux présents et futurs générés par les actifs.

Selon Caby et Hirigoyen (1998, p. 12), « *le concept de valeur est défini comme la valeur des flux futurs espérés actualisés au taux de rentabilité exigé. La finance substituera aux notions comptables des capitaux propres, d'endettement et d'actif économique, la notion de valeur de marché des capitaux propres, la valeur de marché de la dette et la valeur de marché de l'entreprise* ». Un accent sera également mis sur la distribution de dividende et son influence sur la valeur de l'entreprise.

Toutefois, si les approches comptables et financières de l'évaluation de la création de valeur sont souvent opposées, les deux approches sont concevables et complémentaires (Caby et Hirigoyen, 1998). En effet, la finance fournit des outils d'analyse pour la comptabilité, de même, la comptabilité est une source d'informations pour la finance (Gillet et Levasseur, 2000). C'est ainsi que les pratiques comptables sont baignées d'exigences financières et les pratiques financières trouvent ainsi certains avantages de la comptabilité. Selon Gillet et Levasseur (2000, p. 715), « [...] dans le domaine à la mode de la création de valeur, la comptabilité apporte une aide considérable à l'analyste financier. La plupart du temps, ce dernier tente de mesurer la valeur créée pour l'actionnaire (Market Value Added - MVA) depuis une date déterminée et ses principaux constituants (Economic value Added – EVA)

[...] ces deux supports utilisent logiquement comme support, à côté des données boursières, des éléments issus des comptes de l'entreprise ».

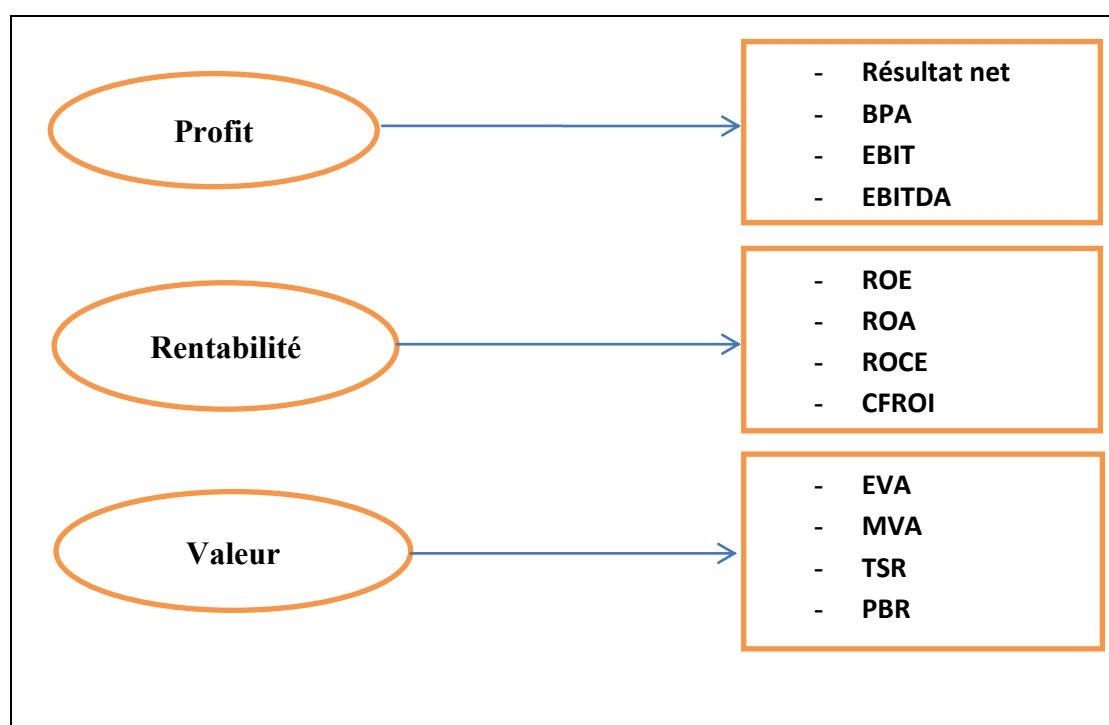
La comptabilité et la finance entretiennent toujours une interface importante, mais non exclusive. Elles se développent de manière indépendante tout en conservant des côtés adjacents (Gillet et Levasseur, 2000).

Les deux approches (comptabilité et finance) peuvent servir à l'évaluation de la création de richesse actionnariale d'une organisation, d'autant plus que les normes comptables internationales intègrent la notion de juste valeur. En effet, le cadre conceptuel des normes comptables internationales vise à remplacer l'approche comptable traditionnelle basée sur les coûts historiques par une approche plus financière basée sur la juste valeur (*Fair value*).

Les indicateurs comptables et financiers

Plusieurs indicateurs sont définis dans la littérature pour mesurer la création de richesse des entreprises. Selon Quiry et Le Fur (2001), la création de valeur fait suite aux notions de profit et de rentabilité qui se sont développées respectivement en 1985 et 1995 en France.

Figure 20 : Evolution des indicateurs comptables et financiers



(Adapté du travail de Grégory HEEM, 2007)

Les indicateurs de création de valeur actionnariale vont au-delà des notions de profit, de rentabilité ou de performance (Stern et al. 1996). En effet, les indicateurs financiers de

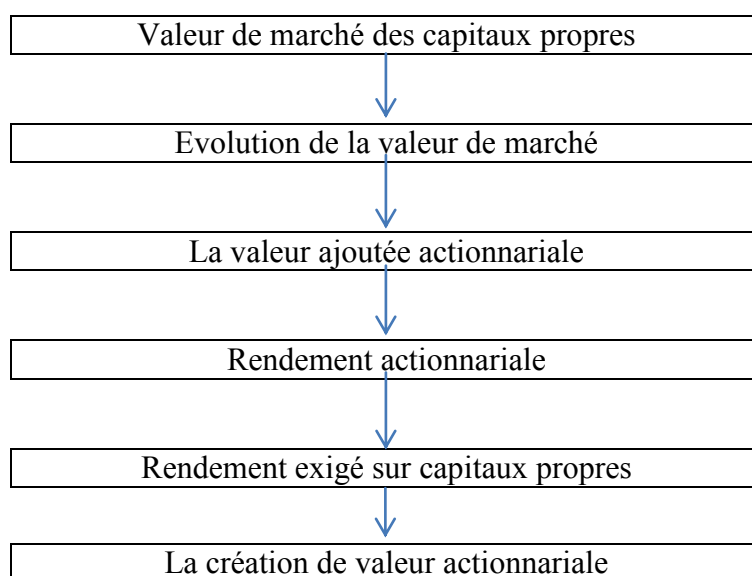
rentabilité, de profit et de performance ne prennent pas en compte la notion de risque. Ils mesurent les performances sur des opérations passées, ce qui n'est pas le cas des indicateurs de création de valeur qui tiennent compte des anticipations.

C'est ainsi que la COB (2001) distingue deux catégories d'indicateurs : les indicateurs de mesure de la valeur boursière et les indicateurs de performance ou de gestion. Sans être exhaustive, cette institution distingue trois indicateurs de mesure de la valeur boursière : le retour sur investissement (TSR = Total shareholder return), la valeur ajoutée de marché (MVA = Market value added) et la valeur marchande sur la valeur comptable des fonds propres (PBR = Price to book ratio).

La deuxième catégorie d'indicateurs est constituée des indicateurs de gestion ou de mesure de la performance : la valeur ajoutée économique (EVA= Economic value added), la rentabilité des flux de trésorerie investis (CFROI= Cash-flow return on investment) et des différentes ratios de rentabilité (économique, financière et des actifs comme le ROA et le ROE).

Fernandez (2006) considère que les indicateurs traditionnels servent principalement à mesurer la performance spécifique du dirigeant. C'est ainsi qu'il met en œuvre une nouvelle mesure de la création de valeur actionnariale. Pour cet auteur, une entreprise crée de la valeur lorsque les prévisions de performance sont dépassées (cf. Figure 21).

Figure 21 : Définition de la création de valeur selon Fernandez (2002, p. 4)



Selon Fernandez (2002), la création de valeur actionnariale est différente de la valeur ajoutée actionnariale ou du retour sur investissement. La création de valeur constitue le résidu de la valeur ajoutée actionnariale au-delà de la valeur de marché des capitaux propres.

2. Les outils de mesure de la création de valeur

Notre objectif dans le cadre de ce travail de recherche est de mesurer la création de valeur financière de l'entreprise à l'annonce d'une AS ou d'une F&A. Deux méthodes sont retenues pour évaluer cette performance : la première représentée par les chercheurs en finance d'entreprise ou en économie financière, privilégie la mesure de la performance au travers de l'impact de l'annonce de l'opération sur l'évolution du cours boursier, et la seconde, représentée par les partisans de l'économie industrielle, préfère la mesure directe à partir de données comptables et financières des établissements.

Nous retenons les deux mesures, selon une approche court-termiste, consistant à calculer les rendements anormaux, autour de la date d'annonce de l'opération, grâce à la méthodologie de l'étude d'événement que nous allons décrire ci-dessous et selon une approche long-termiste, consistant à mesurer la rentabilité financière selon les différents ratios (ROA, ROE, PBR).

Nous avons constaté qu'à partir de l'approche financière enrichie par les travaux issus de la théorie de l'agence²⁵ et de l'enracinement des dirigeants, Andrade et al. (2001) montrent que seuls les objectifs non-rationnels liés au comportement des dirigeants sont susceptibles d'expliquer le recours à des opérations de F&A. Or, la théorie économique et financière propose de nombreuses autres raisons possibles pour comprendre les objectifs des entreprises de recourir à une opération de F&A. En effet, les principales études réalisées dans le domaine de la performance financière reposent sur la méthodologie appelée *étude d'événement*. Nous distinguons deux approches selon que l'on cherche à étudier l'impact à court terme ou à long terme. *A court terme*, la méthode repose sur le calcul d'un taux de rentabilité anormal, défini comme la différence entre un taux de rentabilité observé au moment de l'annonce de

²⁵ La définition la plus classique d'une relation d'agence est donnée par Jensen et Meckling (1976). Les auteurs apparentent la relation d'agence à un contrat par lequel une personne engage une autre personne en lui conférant un certain pouvoir de décision, afin que ce dernier exécute une tâche en son nom. Cette relation recouvre en fait, toutes relations entre deux individus dès lors que la situation de l'un dépend de l'action de l'autre. La partie qui agit est l'agent et la partie affectée est le principal.

La théorie d'agence définit la problématique de la divergence d'intérêts qui existe parmi les principaux acteurs (ou agents) d'une société. Nous distinguons les dirigeants (mandataires) et les actionnaires ou créanciers (mandant).

Cette divergence implique la création d'un équilibre pour satisfaire les parties. La relation d'agence qui se crée doit se prémunir contre les opportunités et les déséquilibres entre les agents. Pour cela un système incitatif est proposé (primes et sanctions) en plus d'aménagements et des solutions de consensus entre les parties.

l'opération d'AS ou de F&A, et un taux de rentabilité théorique, estimé comme toute chose égale par ailleurs (c'est-à-dire le taux de rentabilité qui aurait été attendu si l'opération n'avait pas été annoncée). *A long terme*, la méthode consiste à comparer le taux de rentabilité composé observé avec un taux composé moyen calculé sur un échantillon témoin, caractérisé par des entreprises de secteurs identiques, de tailles comparables et de « book-to-market ratio » similaires (Fama & French, 1992). Dans le cadre de notre travail, nous n'avons pas choisi cette deuxième méthode. Nous avons plutôt choisi un autre indicateur boursier de long terme qui est le PBR et deux autres indicateurs financiers ROA et ROE.

Connu sous d'autres noms tels que *l'analyse résiduelle* ou encore *test d'indice de performance anormale*, les études d'évènements visent donc à analyser le « comportement » du cours d'actions autour de la période d'annonce d'une information ou d'un événement (Bowman, 1983). L'information peut être d'ordre macro-économique, de nature politique ou directement relative à l'entreprise (Finet, 2000).

2.1. La mesure de la création de valeur boursière (à court terme)

Cette sous-section a pour objectif d'exposer la méthodologie d'étude d'évènement (1) mise en œuvre pour tester de manière empirique l'impact de l'annonce d'une alliance stratégique ou d'une opération de fusion-acquisition sur le marché français (2).

Nous pouvons dire que certains chercheurs ont prôné la méthode financière dans leurs études sur les AS et les F&A et la recherche de la performance²⁶. Selon Caves (1989), cette technique, théoriquement bien fondée, constitue une véritable innovation. Elle représente le meilleur indice de performance théoriquement disponible (Langetieg, 1978) et est admise par la littérature financière comme méthodologie d'études des évènements importants tels que les alliances stratégiques et fusions-acquisitions.

Pour Chatterjee & al. (1992), l'évaluation de la performance des F&A par la méthode financière présente certains avantages :

- *Premièrement*, les cours d'actions sont censés être entièrement spécifiés c'est-à-dire ils ne sont pas limités à un aspect particulier de la performance (les ventes ou la productivité), mais reflètent plutôt tous les aspects appropriés de la performance.

²⁶ La performance dans le cadre de notre travail de recherche est liée étroitement à la création de valeur financière

- *Deuxièmement*, les cours d'actions ont été montrés comme un moyen à travers lequel nous pourrions observer les tentatives des managers à manipuler les mesures comptables.
- *Troisièmement*, les cours d'actions sont rapportés objectivement. Enfin, les mesures de rentabilités anormales qui sont calculées à partir des cours d'actions sont ajustées par rapport aux mouvements généraux du marché, et aux risques du marché de l'entreprise.

Ce dernier argument a été déjà abordé par Lubatkin (1983). En effet, selon l'auteur, le modèle quantifie le risque systématique d'une entreprise de sorte que la mesure de la performance soit ajustée au risque. Lubatkin (1983) ajoute que, selon l'hypothèse de l'efficacité des marchés, tous les avantages attendus d'une fusion ou même d'une alliance stratégique sont entièrement prévus et ils sont incorporés instantanément dans le cours d'action de la firme acquéreuse au moment de la consommation de la fusion.

2.1.1. La méthodologie d'étude d'évènement

La mesure de l'étude d'évènement a été proposée par Ball et Brown (1968), puis élaborée par Fama, Fisher, Jensen et Roll (1969)²⁷. Elle est probablement la méthode la plus utilisée pour analyser la variation du cours des titres consécutive à l'incorporation de l'information dans les prix. Cette méthode est basée sur la théorie de l'efficacité, et consiste à comparer la rentabilité observée d'un titre à la rentabilité théorique qu'il aurait eu sur la même période, compte tenu de l'évolution du marché, si l'évènement n'avait pas été annoncé (Albouy 2000²⁸).

La méthodologie d'étude d'évènement comporte quatre étapes :

- Estimation de la rentabilité théorique ;
- Calcul de la rentabilité anormale ;
- Agrégation des rentabilités anormales ;
- Cumul des rentabilités anormales.

²⁷ Fama E., Fisher L., Jensen M., Roll R., « The adjustment of stock prices to new information », *International Economic Review*, vol.10, n°1, 1969, pp.1-21.

²⁸ *Ibid* p. 24

➤ Estimation de la rentabilité théorique

Afin d'estimer la rentabilité théorique d'un titre i à partir de ses cours historiques, nous pouvons utiliser trois (03) méthodes : la moyenne des rentabilités historiques, le modèle de marché ou le modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF²⁹).

La moyenne des rentabilités historiques

$$E(R_i, t) = \sum_{t=1}^n r_t + \varepsilon_{i,t}$$

$\sum_{t=1}^n r_t$: Moyenne des rentabilités du titre « i » sur une période historique préalablement définie.

$\varepsilon_{i,t}$: Erreur dont l'espérance est nulle.

Le modèle de marché

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

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

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

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

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

α_i , β_i et σ_{ε_i} : Paramètres du modèle de marché.

Le rendement anormal du titre « i » durant la période « t » est égal à :

$$RA_{it} = R_{it} - \alpha_i - \beta_i R_{mt} = \varepsilon_{it}$$

L'estimation des paramètres α et β est calculée grâce à la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO). D'après Francoeur (2003), le modèle de marché permet de diminuer les inter-corrélations entre les rendements des titres ce qui favorise le respect des postulats statistiques habituels et d'obtenir un grand pouvoir de rejet suite aux tests statistiques. Ainsi, plus la diminution de la variance des rendements anormaux est importante, plus le R^2 est grand (MacKinlay, 1997).

²⁹ Medaf = Modèle d'évaluation des actifs financiers ou *Capital Asset Pricing Model*

Le modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF)

Le MEDAF développé par Linter (1965) et Sharpe (1964) met en relation les titres composant l'indice d'un marché et, l'espérance de rentabilité et la covariance d'un titre.

Autrement dit, il lie les rendements sans risque aux rendements excédentaires afin de compenser le risque systémique. Sa méthode de calcul s'écrit de la façon suivante :

$$\mathbf{MEDAF : } R_{i,t} = R_f + \beta_i R_{m,t} - R_f$$

$R_{i,t}$: Rentabilité théorique

R_f : Rentabilité de l'actif sans risque

β_i : Risque systématique du titre i

$R_{m,t}$: Rentabilité espérée du marché à la date t

Ce modèle a fait l'objet de plusieurs critiques (Fama et French 1996) car « l'utilisation du modèle de marché est plus simple et moins coûteuse en données (le taux sans risque n'étant plus nécessaire), le MEDAF n'est ainsi plus utilisé » (Cousin 2003).

➤ **Calcul de la rentabilité anormale**

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

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

$$\mathbf{RA}_{it} = \mathbf{RO}_{it} - R_{it}$$

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Afin d'évaluer l'effet global de l'évènement sur la fenêtre d'étude, nous avons choisi non seulement de calculer la rentabilité anormale moyenne et la rentabilité anormale moyenne cumulée en suivant la démarche de l'étude d'évènement selon Hubler et Meschi (2000), mais également la rentabilité anormale cumulée Bikourane (2011)³⁰ pour mieux mesurer cet impact.

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

RAM_t : Rentabilité anormale moyenne

RA_{i,t} : Rentabilité anormale

N : Taille de l'échantillon

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

RAMC_t : Rentabilité anormale moyenne cumulée

RA_{i,t} : Rentabilité anormale

N : Taille de l'échantillon

Calcul des rendements anormaux cumulés

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

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

³⁰ Bikourane (2011) : Thèse de doctorat sur le thème « Performance boursière des fusions-acquisitions dans le secteur bancaire : Influence des caractéristiques des conseils des banques initiatrices et des modalités de la transaction »

Variable indépendante :

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

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

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

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

2.1.2. Méthode de mesure de l'impact de l'annonce d'une alliance stratégique ou d'une fusion-acquisition sur le marché français de 1999 à 2010

L'expérimentation que nous avons mise en œuvre a pour objectif de tester les hypothèses de recherche. Ces hypothèses sont formulées à partir du cadre théorique exposé dans le second chapitre de cette étude et des résultats des précédentes études empiriques menées sur le sujet.

L'hypothèse de recherche

Comme nous l'avons précisé précédemment, le sujet des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions représente un grand champ d'étude. Nous avons donc fait le choix de tester les hypothèses suivantes :

Hypothèse 1 : l'annonce d'une alliance stratégique ou d'une fusion-acquisition, sur le marché français, génère des rendements anormaux positifs.

La méthodologie employée

- L'évènement

L'évènement étudié est la date d'annonce d'une alliance stratégique ou d'une opération de fusion-acquisition sous forme d'une offre publique d'achat ou d'échange sur la période 1997-2001. Les dates d'annonce des opérations sont extraites des rapports annuels des sociétés, du site « *bourse.com* », et du quotidien *Les échos* dans un souci d'homogénéité des données.

- Les données

Notre échantillon se compose des entreprises ayant participé à une alliance stratégique ou à une opération de fusion-acquisition sur la période 1999-2010. Nous avons choisi cette période d'observation afin de constituer un échantillon représentatif, avec des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions dans les différents secteurs d'activité.

Afin de disposer d'un échantillon homogène, nous avons sélectionné les opérations provenant de la même publication. Nous avons donc effectué notre échantillon à partir des données publiées par la base des données DATA STREAM. Notre échantillon est donc constitué de 75 alliances stratégiques et 87 opérations de fusion-acquisition (cf. Tableau 19 et Tableau 20).

- La fenêtre d'analyse

L'importance de notre étude est de mesurer l'impact de l'annonce d'une alliance stratégique ou d'une fusion-acquisition sur le marché. Nous avons choisi une fenêtre d'analyse de jours [-6, +20] de bourse autour de l'évènement. Cette fenêtre d'étude peut s'avérer plus ou moins grande en jours calendaires et en fonction des entreprises puisque l'annonce d'une telle

opération peut engendrer une suspension de cotation. Cette fenêtre d'étude paraît suffisante pour capter les rendements précoces ou tardifs générés par l'annonce d'une opération de fusion-acquisition ou d'une alliance stratégique.

- ***La méthode de calcul des rentabilités anormales***

Afin d'évaluer les rendements anormaux, nous avons choisi d'utiliser la méthode de la régression linéaire selon le modèle de marché, comme l'ont préconisé Fama, Fisher, Jensen et Roll (1969).

Les régressions linéaires ont été réalisées sur une période allant de **-270** à **-20** jours (250 jours) de bourse avant l'annonce de l'opération, sous le logiciel **RATS** après avoir traité les données sur **Excel**. Au vu de la disparité, en terme de taille, des différentes entreprises contenues dans l'échantillon, l'indice de référence qui a été choisi est le SBF 250.

- ***Le test des résultats selon le t de Student***

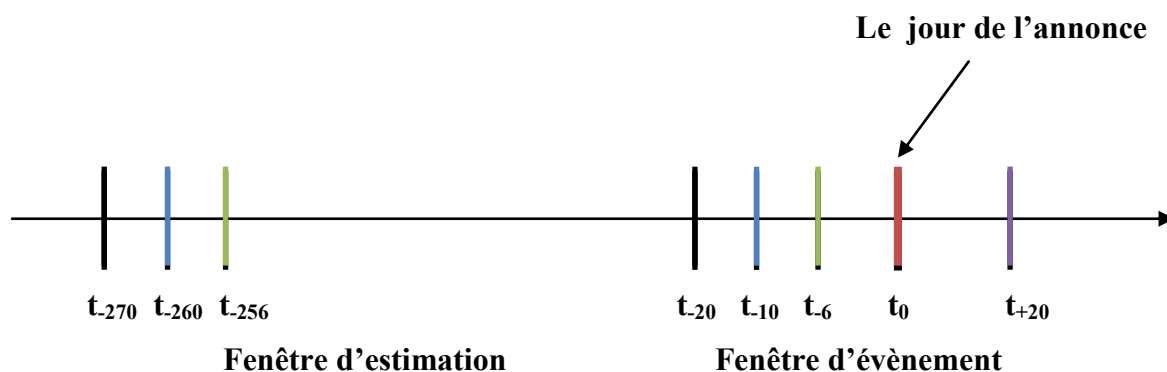
Afin de s'assurer de la significativité des résultats, nous avons mis en œuvre le test *t* de *Student*. Les résultats sont apparus globalement significatifs au seuil de 5 % (supérieur à 1,96).

Pour les résultats n'ayant pas satisfait au test, nous le mentionnerons en relatant nos différentes conclusions.

Tableau 9 : Récapitulatif de notre démarche d'étude d'événement

Date d'événement	Fenêtre(s) d'événement	Fenêtre d'estimation et rentabilités théoriques	Test de significativité des RA
Date d'annonce de l'acquisition	[-6, 20]	<ul style="list-style-type: none"> · 250 jours* (de -270 jours à -20 jours précédant l'offre). · Estimation de la rentabilité «normale » à l'aide du modèle de marché. · Indice de marché : SFB 250 	Test paramétrique de <i>Student</i> « classique » et normalisé en coupe transversale.

* Nous avons choisi une fenêtre d'estimation de 250 jours (selon Eric SEVERIN). Notant qu'au départ, nous avons choisi une fenêtre d'événement qui commence 20 jours avant l'événement (cf. figure 22).

Figure 22 : Structure temporelle de notre étude d'évènement

Nous précisons, que le choix de la fenêtre d'évènement de $[-6, 20]$, n'est pas un hasard, mais c'est à partir de $J-6$, qu'on commence à voir et à constater des réactions sur le marché boursier. Nous avons fait trois (03) tests sur trois (03) fenêtres d'évènement différentes, $[-20, 20]$, $[-10, 20]$ et $[-6, 20]$, sur les deux premiers tests, nous n'avons pas vu de réaction avant $J-6$ (cf. Annexe 3, 4, 5, 6).

2.2. Les outils de mesure de la création de valeur réelle (à long terme)

La création de valeur a besoin pour exister d'un certain nombre d'outils. Parmi ceux-ci, le plus connu est le modèle de Stern et Stewart : EVA. L'EVA est « la valeur ajoutée par l'entreprise, pendant un exercice, aux capitaux employés », c'est donc « un résultat économique après rémunération de tous les capitaux » (Caby et Hirigoyen, 2001, p.23).

Contrairement aux indicateurs classiques de mesure de la rentabilité tels que le chiffre d'affaires ou le résultat net, l'EVA tient compte, en plus des revenus, des coûts des ressources allouées pour réaliser ces résultats, ce qui est proche de la notion de performance, laquelle n'implique pas seulement la rentabilité des investissements, mais aussi l'optimisation de l'utilisation des ressources.

La gestion de la valeur est devenue un axe privilégié de la conduite des grandes entreprises et tend à s'imposer à la fois comme un indicateur standard de performances et comme une mesure universelle de la pertinence des décisions stratégiques. La création de valeur a envahi la scène médiatique et apparaît comme un objectif central de la communication financière des grandes entreprises. Popularisé par les grands cabinets de consultants, le concept d'EVA (Economic Value Added) est de plus en plus largement utilisé par les grands groupes et tend à se généraliser comme un élément essentiel de la culture managériale de nombreuses

entreprises. L'EVA est ainsi devenue le nouveau credo des dirigeants des grandes entreprises françaises et américaines. Pourtant, il n'y a si longtemps, l'objectif principal affiché était la course au chiffre d'affaires, à la taille critique, à la part de marché, voire au bénéfice net annuel.

Le concept de base de l'EVA n'est pas nouveau et existe depuis longtemps, c'est le résultat économique dont parlait Alfred Marshall « une entreprise n'est bénéficiaire que lorsque son chiffre d'affaires couvre suffisamment son coût d'exploitation et son coût de capital ».

Développé par les fondateurs du cabinet new-yorkais Stewart et co. Joel Stern. Bennet Stewart, elle est devenue aujourd'hui l'un des outils les plus utilisés par les entreprises cotées car elle tient compte des intérêts des actionnaires. En effet, aux Etats-Unis près d'un quart des entreprises cotées à Wall Street utilisent ce concept en affichant leurs résultats.

Cette mesure permet de savoir si la société va gagner plus ou moins que ce qui est requis pour rémunérer les capitaux engagés. Le résultat est donné en unités monétaires. Sa taille est aussi fonction de l'importance de l'entreprise. Aussi, certains préfèrent calculer une mesure relative de contribution à l'accroissement de richesse, le ratio EVA/capitaux. Il s'agit alors du surcroît de rémunération par unité monétaire engagée.

Le modèle EVA est le carrefour d'une stratégie, à savoir créer de la valeur pour les actionnaires, et d'une technique d'évaluation d'une société. Ce modèle est proposé par J.M Stern et G.B Stewart qui définissent la notion de **valeur économique ajoutée**.

Pour ce faire, trois éléments sont à déterminer :

- **Le coût du capital**, c'est-à-dire le coût des fonds mis à la disposition d'une entreprise ;
- **Le résultat opérationnel**, c'est-à-dire le résultat net d'exploitation avant frais financiers ;
- **Le montant des capitaux investis**.

Elle se calcule en multipliant le montant de l'**actif économique** par la différence entre **rentabilité économique** après **impôt** et **coût moyen pondéré** du capital.

L'entreprise peut disposer de plusieurs leviers d'action internes pour créer de la valeur. En effet, la société peut augmenter la création de la valeur, et donc son EVA, de deux façons :

- **Influer sur la rentabilité économique** en générant davantage de profits sans utiliser plus de capitaux. Certes, ces méthodes sont efficaces, mais l'absence de focalisation sur les autres leviers de création de valeur peut être dangereuse.

- *Agir sur les capitaux employés* en utilisant moins de capital tout en maintenant le même niveau de ventes et de profit (stratégie organisationnelle), tout en investissant dans des projets ou des entreprises à très forte rentabilité.

Par conséquent, raisonner en termes de création de valeur n'a pas pour seul but de satisfaire les actionnaires, c'est aussi le moyen de s'assurer de la capacité de l'entreprise à assurer sa pérennité et le financement de sa croissance.

Limites du modèle EVA

Le modèle EVA se heurte à plusieurs limites non négligeables tant sur la forme que sur le fond. La prise en compte d'indicateurs non financiers dans ce modèle n'apparaît pas, alors qu'ils sont indispensables pour apprécier le processus de création de valeur d'une entreprise.

a- Les limites de forme

En effet, le modèle EVA a plusieurs limites liées à sa mesure. La détermination du coût moyen pondéré du capital pose problème et son calcul est soumis à controverse. Ainsi, si l'on définit le coût moyen pondéré du capital comme la somme pondérée du coût de fonds propres et du coût de la dette, alors il permet de mesurer le coût du capital. Or, peu d'entreprises prennent en compte un coût du capital différent pour chacune de leurs activités, de manière à ne pas prendre des décisions destructrices de valeur.

b- Les limites de fonds

Le modèle de l'EVA repose sur l'hypothèse d'un surprofit perpétuel (la pérennité de l'avantage compétitif) alors que sur un marché concurrentiel, une entreprise ne peut dégager éternellement un « superprofit ». Chaque entreprise doit se poser la question de la durée de son avantage compétitif (si elle en détient un). Cette hypothèse ne paraît donc être valable que dans une situation de monopole ou de forte notoriété.

De même, la tentation, pour certaines entreprises, de maximiser l'EVA une année au détriment des EVA futures en sous-investissant paraît réelle.

De plus, un raisonnement en termes de création de valeur présente un risque d'endettement inconsidéré et/ou un risque de conduire les groupes à l'immobilisme. En effet, l'entreprise peut être amenée à reporter certaines décisions d'investissements car elles ne seront pas immédiatement créatrices de valeur, alors que ces investissements sont indispensables pour le développement de son avantage concurrentiel.

Ce sont ces limites qui ont orienté notre choix vers d'autres paramètres de mesure de la création de valeur.

Les outils de mesure de création de valeur ne permettent cependant pas de justifier l'existence même de la création de valeur. Pour faire en sorte que la création de valeur existe au sein de l'entreprise, il faut savoir l'utiliser comme outil de gestion et de décision, donc de management.

Dans le cadre de notre recherche, nous avons choisi les trois (03) critères ou indicateurs suivants pour la mesure de la création de valeur réelle, PBR, ROA et ROE.

Nous sommes conscients que la majorité des travaux dans ce domaine préfère prendre EVA comme critère de mesure de la valeur. Dans notre cas, nous avons estimé que le coût de capital n'est pas aussi important, car ce qui est le coût réel à intégrer est le coût de la dette. Ce dernier est intégré pour le calcul du résultat net.

2.2.1. Le PBR (Price to Book Ratio) : la droite de valeur

Le PBR, qui est l'une de nos variables à expliquer, a été défini par Strategic Planning Associates. Ce modèle se fonde d'abord sur le constat qu'un investissement donné puisse être valorisé différemment par les actionnaires selon qu'il est fructueux ou non. Nous pouvons donc calculer le rapport VM/FP (valeur du marché/valeur comptable des fonds propres) pour mesurer la création de valeur.

$$PBR = \frac{\text{Capitalisation boursière}}{\text{Fonds propres}}$$

Si VM/FP est supérieur à 1, il y a création de valeur. Si VM/FP est inférieur à 1, il y a destruction de valeur. VM représente la valeur potentielle présente et future de l'entreprise.

Les fonds propres sont en quelque sorte une contrepartie éventuelle ajustée des brevets de R&D, des dépenses publicitaires, etc. (actifs immatériels), afin d'avoir et d'interpréter une valeur comptable plus économique. La présence de FP dans le ratio permet de faire intervenir une estimation des investissements déjà réalisés par les actionnaires. Il existe une relation entre ce ratio VM/FP et le rapport (ou l'écart) entre la rentabilité de l'entreprise et le coût du capital. Cette relation est habituellement appelée **courbe de valeur**. En effet, s'il y a création de valeur (donc VM/FP > 1), cela signifie que la rentabilité du capital est supérieure au coût de ce capital.

Le modèle de la droite de valeur compare le ratio VM/FP, représentatif des performances futures de l'entreprise, au ratio rc/ra , qui correspond aux résultats passés, rc étant la rentabilité des capitaux déjà investis et ra la rentabilité au moins attendue du capital, c'est-à-dire le coût du capital K. Si $VM/FP > rc/ra$, l'entreprise améliorera vraisemblablement ses performances, créant ainsi de la valeur. Le contraire indique une destruction de valeur à venir.

Il existe d'autres modèles, dont des modèles d'évaluation faisant appel à l'actualisation des flux futurs. Les plus connus sont d'une part la méthode Total Shareholder Return (TSR) qui mesure la création de valeur pour l'actionnaire ; le TSR est défini comme « un taux de rentabilité interne d'un placement dans lequel l'investissement est l'achat d'une action et le flux de revenus positif est constitué des dividendes perçus durant la période étudiée et du prix de revente de l'action en fin de période. » (Teller et Hoarau, 2001, p. 33). D'autre part, le modèle CFROI, Cash-Flow Return on Investment permet « d'étudier la performance d'ensemble d'une entreprise en appliquant au niveau global les techniques financières utilisées dans le choix d'investissement ou le financement de projet. » (Teller et Hoarau, 2001, p. 33).

Pour calculer la valeur de marché, nous prenons le cours moyen annuel de l'action en le multipliant par le nombre d'actions au 31 décembre. Logiquement, si la rentabilité des fonds propres est supérieure aux exigences des actionnaires, nous pouvons déduire que l'entreprise crée de la valeur. Ce qui signifie que, si la capitalisation est supérieure au montant investi, l'investissement fait par les actionnaires a gagné de la valeur et la communauté boursière croit à l'avenir de la société. Nous pouvons ainsi résumer que :

Si $PBR > 1$: il y a création de valeur ;

Si $PBR = 1$: il n'y a ni création, ni destruction de valeur ;

Si $PBR < 1$: il y a destruction de valeur.

2.2.2. Le ROA (Return On Asset)

Le ROA (Return On Asset) est la rentabilité économique qui mesure en pourcentage le rapport entre le résultat net et l'actif net mobilisé dans l'activité (Sharma et Ho, 2002 ; McGuire *et alii*, 1963).

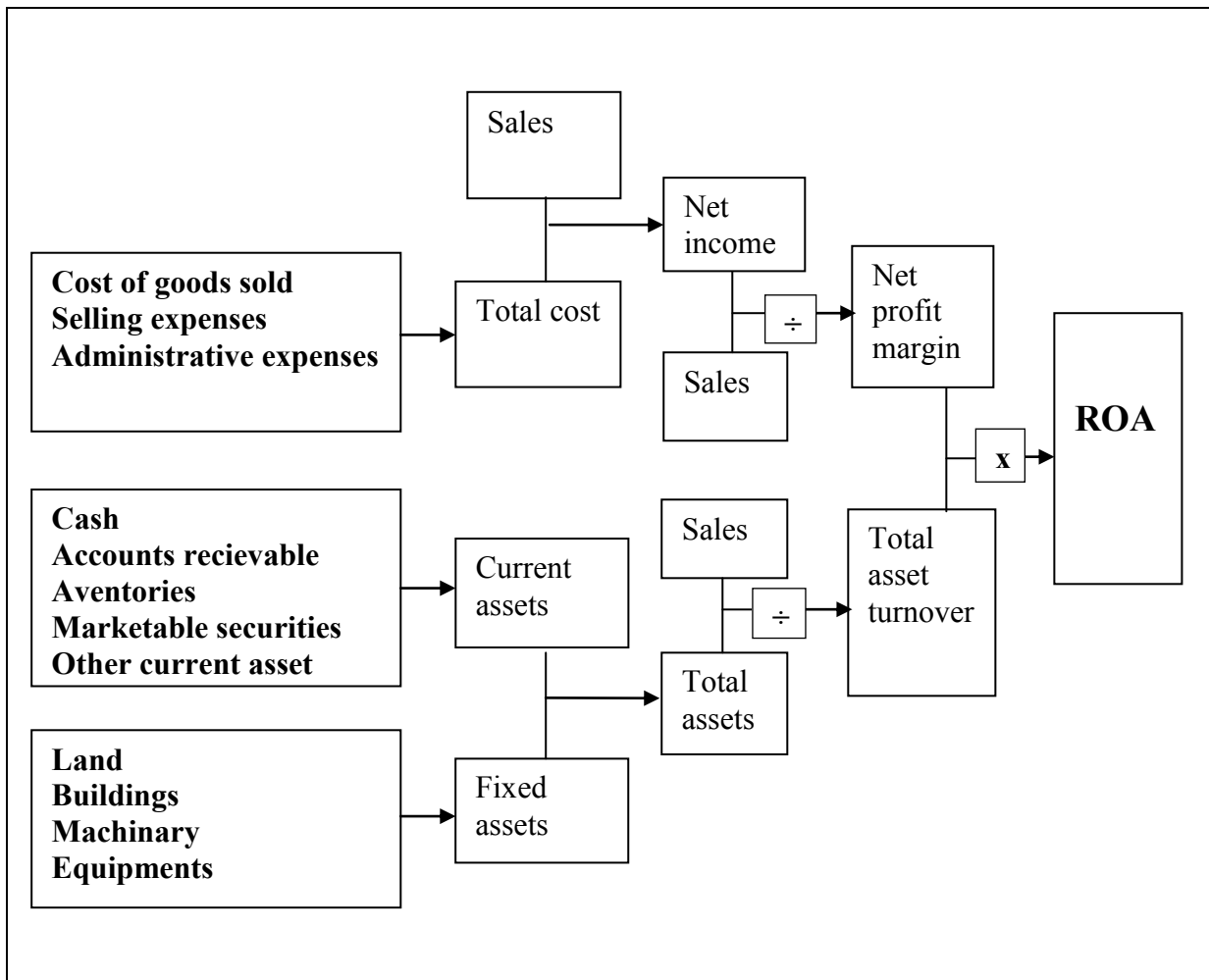
$$\text{Rentabilité des actifs (ROA)} = \frac{\text{Résultat net}}{\text{Actif total}}$$

Ce ratio mesure l'aptitude des capitaux investis dans l'entreprise à créer de la richesse et examine comment l'efficacité opérationnelle se traduit en bénéfice pour ses propriétaires.

Il montre pareillement comment une société peut générer des profits à partir de ses actifs en tenant compte de la manière dont elle est financée. Il permet d'évaluer l'ensemble de la performance de l'entreprise dans la mesure où elle considère la totalité des moyens mis en œuvre.

Le concept d'actif total prend en considération tous les emplois consommateurs de la richesse de l'entreprise mis à la disposition de l'entreprise pour assurer son activité. Parmi ces éléments, il y a les actifs fixes comme les immobilisations et les actifs circulants comme les stocks, les créances et les disponibilités.

Figure 23 : Modèle DuPont pour l'analyse de la rentabilité



2.2.3. Le ROE (Return on Equity)

Le ROE est la rentabilité des capitaux propres ou rentabilité financière qui se mesure par le rapport entre le résultat net et les capitaux propres (Sharma et Ho, 2002 ; Griffin et Mahon, 1997 ; Preston et O'Bannon, 1997).

$$\text{Rentabilité financière (ROE)} = \frac{\text{Résultat net}}{\text{Fonds propres}}$$

L'investisseur s'intéresse à cette mesure de la rentabilité, car elle exprime la rémunération qu'il obtient sur son capital investi. Elle est égale à la somme de la rentabilité économique et de l'effet de levier. Son analyse doit donc séparer nettement ces deux composantes.

En effet, si le recours à un financement externe peut permettre de soutenir une rentabilité des capitaux propres nettement supérieure à la rentabilité économique, il fait aussi estimer un risque financier lourd sur les actionnaires, dont l'exigence de rentabilité croît en parallèle.

Sur le long terme, nous ne pouvons avoir une création de valeur pour les actionnaires que si la rentabilité économique est élevée. Par conséquent, un niveau élevé de rentabilité des capitaux propres admet à l'entreprise de trouver de nouveaux capitaux pour financer sa croissance sur le marché boursier.

A l'opposé, si le taux est inférieur au taux du marché, dans ce cas, il ne sera pas facile pour l'entreprise d'attirer de nouveaux capitaux. Il faut préciser qu'un taux de rentabilité financière élevé n'est pas nécessairement toujours propice dans le cas où il est généré par des fonds propres très faibles, parce que nous pouvons avoir alors un niveau de risque élevé.

Conclusion du chapitre 1

Ce chapitre nous a permis :

Premièrement, de faire plus ample connaissance avec la notion de l'AS et de F&A, notamment de connaître la vraie notion d'une alliance stratégique et de mettre en évidence la distinction entre les termes « fusion » et « acquisition ».

Nous avons également parcouru la pluralité des pratiques juridiques (formes de contrôle) de ces opérations.

Nous avons également passé en revue les avantages et inconvénients des AS et des F&A dont la connaissance et la compréhension sont primordiales pour aborder par la suite les différents types d'AS et de F&A.

Nous avons enfin consacré le dernier point à la présentation des voies de recherches dans le domaine des AS et F&A, en abordant les principaux axes de recherches ainsi que les principaux travaux de recherche pour les deux stratégies de croissance externe.

Deuxièmement, de mieux cerner la notion de la création de valeur d'une manière générale et de cerner la création de valeur par une approche comptable, financière et boursière. Nous avons ainsi énuméré les principaux outils de mesure de la création de valeur à court terme et à long terme.

PREMIÈRE PARTIE

LA JUSTIFICATION DE LA CROISSANCE EXTERNE PAR LA CRÉATION DE VALEUR : CAS COMPARÉS DES ALLIANCES STRATÉGIQUES ET DES FUSIONS-ACQUISITIONS

Chapitre 1 : Les opérations de croissance externe et la création de valeur : alliances stratégiques versus fusions-acquisitions

Chapitre 2 : **Perspectives de la création de valeur par les alliances stratégiques et les fusions-acquisitions**

Section 1 : La création de valeur pour l'actionnaire et le management par la valeur substantielle

Section 2 : Vers le modèle d'analyse stratégique-financier

Section 3 : Contribution théorique sur la relation AS/CV et F&A/CV

Chapitre 2

PERSPECTIVES DE LA CRÉATION DE VALEUR PAR LES ALLIANCES STRATÉGIQUES ET LES FUSIONS-ACQUISITIONS

Ce chapitre a pour objectif de présenter la mesure de la valeur financière créée par les alliances stratégiques et les fusions-acquisitions. Il s'agit, dans un premier temps, d'apporter un éclairage sur la création de valeur pour l'actionnaire et le management par la valeur substantielle (section 1), puis, dans un second temps, de présenter un modèle d'analyse stratégique-financier (section 2) et enfin de porter un intérêt sur la contribution théorique sur la relation AS/CV et F&A/CV (section 3).

Section 1 : LA CRÉATION DE VALEUR POUR L'ACTIONNAIRE ET LE MANAGEMENT PAR LA VALEUR SUBSTANTIELLE

Les mesures de la création de valeur sont de deux types : des mesures objectives et des mesures subjectives. Pour les premières mesures (mesures quantitatives), ce sont des critères d'ordre financier et comptable, boursier et stratégique, voire même la survie et longévité de la coopération. Pour les mesures subjectives ou qualitatives, c'est en général la satisfaction des partenaires, l'apprentissage organisationnel, l'avantage concurrentiel, la quête de compétences nouvelles et de ressources mobilisables ou encore des managers qui engagent une action de légitimité à travers un réseau technologique reconnu, un tissu social de portée éthique, de développement durable, ou de responsabilisation sociale, etc (Aliouat et Taghzouti, 2009). Nous, ce que nous intéresse dans le cadre de ce travail, ce sont bien les mesures objectives dites quantitatives.

1. La création de valeur pour l'actionnaire

1.1. Le concept de management par la valeur financière

La logique de création de valeur pour l'actionnaire a conduit à mettre en place un modèle de pilotage de la valeur financière : le Value Based Management (VBM) ou le management par la valeur financière. Nous devons les fondements stratégiques de ce modèle à Porter.

En effet, d'après Porter (1985), « la création de valeur dépend de l'avantage concurrentiel, dans la mesure où la valeur d'une firme dépend de ce qu'elle est capable de créer pour ses clients » (Hoarau et Teller, 2001, p. 51). La capacité concurrentielle de la firme dépend donc de son aptitude à s'adapter à son environnement, en exploitant les opportunités et en neutralisant les menaces. Les grands axes de choix stratégiques sont alors la différenciation et la domination par les coûts. De cette vision de la stratégie, découlent les leviers de valeur qui fondent la stratégie financière. Le modèle VBM a greffé le concept de création de valeur sur l'idée que l'avantage concurrentiel doit se traduire par des créations de rentes ; c'est-à-dire des rendements supérieurs aux coûts des capitaux investis.

Le concept VBM suit un certain nombre de principes dont celui du double marché, de l'identification des principaux leviers stratégiques et du pilotage interne basé sur l'évaluation et l'incitation.

Le premier des principes du VBM énonce l'idée qu'une entreprise doit mettre en place une stratégie économique visant à maximiser son avantage concurrentiel sur le marché des produits et une stratégie financière visant à maximiser la valeur de l'action. Ainsi, l'entreprise maximise deux marchés. Les consommateurs et les actionnaires sont alors les clients respectifs de ces deux marchés et le VBM a été élaboré dans le but de maximiser leur satisfaction.

Le deuxième principe permet d'identifier les leviers de création de valeur mis en place par les dirigeants pour manager par la valeur financière à savoir :

- une rationalisation des coûts afin d'accroître la productivité ;
- un pilotage par le coût du capital et par conséquent mettre la tension à l'organisation et aux personnel ;
- une bonne gestion financière (optimisation financière).

Enfin, le dernier principe responsabilise les managers sur la base des critères financiers de la création de valeur. Il s'agit d'appliquer le pilotage par l'évaluation et l'incitation. En effet, le management par la valeur financière ne se réduit pas à des manœuvres stratégiques. Il consiste aussi à diffuser « la pression actionnariale » (N.Bousquié et O.Giunti, Le monde 18 juin 2008), au sein de l'organisation. Le pilotage des performances est évalué par référence à une performance externe : la valeur boursière. Des systèmes de motivation et d'intéressement du personnel fondés sur les indicateurs de création de valeur actionnariale sont mis en place de façon systématique. L'objectif financier global est défini en fonction du coût du capital

investi. Cet objectif est ensuite diffusé dans la structure de l'organisation. L'entreprise est divisée en centres de profit qui sont autant de centres de responsabilité. Chaque centre est responsable de sa performance définie comme l'excédent de la rentabilité par rapport aux capitaux investis dans le centre (Teller et Hoarau, 2001).

En outre, un système de bonus est mis en place pour entraîner l'adhésion de chaque acteur à l'objectif de création de valeur et les managers sont responsabilisés sur la base de critères financiers.

Cette notion nous renvoie directement au concept de *corporate governance* ou la gouvernance d'entreprise qui est une manière de gouverner l'entreprise, centrée sur les intérêts des actionnaires. Ainsi, la théorie de l'agence considère que les dirigeants sont les agents des actionnaires au sein de l'entreprise et qu'ils doivent par conséquent diriger l'entreprise dans le sens de l'intérêt des actionnaires. Or, les dirigeants et les actionnaires possèdent des fonctions d'utilité différentes et agissent chacun de façon à maximiser leur utilité. De ce constat découle l'hypothèse d'un opportunisme des dirigeants qui souligne plusieurs manières par lesquelles les dirigeants chercheraient à maximiser leur satisfaction personnelle, au dépend de celle des actionnaires (Caby et Hirigoyen, 2001). Pour pallier cet opportunisme, un certain nombre d'incitations ont été mises en place, pour convaincre les dirigeants de piloter leur entreprise dans l'intérêt des actionnaires. Ainsi, des incitations financières lient la rémunération des dirigeants à la performance de l'entreprise. La détention d'actions par les dirigeants constitue également une incitation forte, car le patrimoine des dirigeants dépend alors de leur capacité à valoriser l'action. Outre les incitations financières, les actionnaires disposent aussi de moyens de contrôle sur les dirigeants.

La gouvernance d'entreprise a un impact positif sur la création de valeur, dans la mesure où elle instaure la confiance entre dirigeants et actionnaires, en assurant à ces derniers le respect de leurs intérêts. De plus, la gouvernance d'entreprise responsabilise socialement les dirigeants.

1.2. Le management par la valeur financière : un concept central mais limité

Malgré l'important succès du management par la valeur financière qui se traduit par son application dans de nombreuses entreprises, il est impératif de prendre conscience des limites de cette approche. De nombreux auteurs citent ces limites. Caby et Hirigoyen (2001) parlent tout d'abord, de limites liées aux hypothèses de comportement des individus. En effet d'après la théorie de l'agence, un système d'incitations permettrait de s'assurer que les dirigeants

pilotent dans l'intérêt des actionnaires. Or, il faut admettre que ces hypothèses sont lourdes quant aux comportements et aux motivations des dirigeants, qui selon leurs personnalités individuelles peuvent être tentés d'adopter des comportements contraires au principe de maximisation de la richesse des actionnaires.

Ils citent également des limites liées aux techniques de fonctionnement, à l'utilisation et à l'interprétation des modèles de création de valeur. En effet, des modèles de création de valeur, comme le modèle EVA ont fait l'objet de nombreuses critiques. A. Mandron, 1998 ; Caby et Hirigoyen, 2001, expriment, par exemple, un doute quant à la comparabilité des EVA calculées dans deux entreprises différentes. Il souligne également que la méthode EVA permettra de constater des EVA positives, alors que tout l'argent investi n'a pas été récupéré, ce qui ne permet pas de juger de la création de valeur réelle. De plus, l'utilisation du modèle de création de valeur peut faire l'objet de manipulation des résultats comptables par les dirigeants souhaitant maintenir la confiance de leurs actionnaires.

Teller et Hoarau (2001), mentionnent également le fait que les managers se focalisant sur la création de valeur pour les actionnaires, pilotent l'entreprise à court terme et omettent d'établir une vision stratégique sur le long terme. Les managers pénalisent ainsi l'entreprise par le manque d'innovation et de prise de risque industriel.

1.3. La remise en cause du VBM (Value Based Management)

On ne peut remettre en cause le succès incontournable du VBM qui est apparu comme une innovation managériale. En effet, il ne faut pas négliger l'apport qu'il a fourni aux entreprises en leur ouvrant l'accès au marché des capitaux, seul capable de financer les grands projets économiques. Nous ne pouvons nous passer, ni du financement, ni de l'apport des marchés et des autres institutions légales financières ou comptables. La plasticité et la réactivité des marchés financiers sont des facteurs indispensables du développement de l'innovation.

Cependant, ce succès est limité. Bien que l'on comprenne que les actionnaires soient soucieux de contrôler les dirigeants pour la défense de leurs intérêts, il ne faut pas que la maximisation de la valeur actionnariale devienne le but ultime de l'entreprise. En effet, nombreuses sont les entreprises qui se sont focalisées sur la création de valeur actionnariale, tout en oubliant la conception première de l'entreprise, à savoir la pluralité de la création de valeur et sa richesse essentielle, l'homme. La création de valeur actionnariale n'a aucune raison d'être le but unique de l'entreprise.

Ainsi, d'après Caby et Hirigoyen (2001), à la notion de création de valeur actionnariale, succède celle de la création de valeur partenariale, où les salariés jouent un rôle déterminant.

Nous avons donc observé une évolution de la théorie vers la maximisation de la valeur totale de l'entreprise. Plusieurs auteurs ont proposé de reconsidérer la vision de l'entreprise en prenant en compte l'ensemble des partenaires dans le processus de création de valeur.

Hirigoyen, 1997 ; Caby et Hirigoyen, 2001, propose d'ailleurs « de passer d'une gouvernance d'agence, à une gouvernance de partenariat qui devrait conduire à la recherche d'un nouvel équilibre entre investisseurs financiers et acteurs industriels. ». D'après Freeman (1984), les partenaires (stakeholders) peuvent être définis comme tout groupe ou individu qui peut être affecté par la réalisation des objectifs de la firme (Caby et Hirigoyen, 2001). Si chaque catégorie de stakeholders a des attentes vis-à-vis de l'entreprise, c'est que chacun contribue à créer de la valeur.

Selon Parrat (1999) et Caby et Hirigoyen (2001), pour les clients, il y a création de valeur, lorsque le prix qu'ils paient le bien ou le service acheté est inférieur à leur coût d'opportunité.

Pour les fournisseurs, la création de valeur apparaît lorsqu'ils vendent à la firme leurs biens ou services à un prix supérieur au coût d'opportunité. Pour les actionnaires, il y a création de richesse lorsqu'ils reçoivent une rémunération globale supérieure à celle qu'ils sont en droit de recevoir compte tenu des risques qu'ils supportent. Pour les salariés et les dirigeants, il y a création de valeur lorsque les salaires perçus sont supérieurs à leur coût d'opportunité.

Dans cette théorie, le dirigeant joue le rôle d'arbitre pour résoudre les conflits d'intérêts entre les différents partenaires.

Teller et Hoarau (2001), mettent en avant une autre raison à l'origine de la naissance de la théorie de la création de valeur partenariale. Ils soulignent en effet, la « mutation des facteurs clés de succès de l'entreprise » (Teller et Hoarau, 2001, p.127). Dans une logique actionnariale, nous retenons la capacité de l'entreprise à être compétitive dans son environnement. Aujourd'hui, nous retenons aussi la capacité interne de l'entreprise, à savoir, son aptitude à innover et à mobiliser ses ressources (notamment humaines). Ainsi, Teller et Hoarau (2001), retiennent le concept de valeur substantielle qui suggère que « les acteurs de l'entreprise créent en interne une valeur organisationnelle liée à la qualité des processus mis en œuvre pour satisfaire les clients, aux capacités d'innovation et d'apprentissage. » (Teller et Hoarau, 2001, p.127).

Teller et Hoarau résumant cette idée en une phrase : « Les fondements de la valeur sont a priori plutôt donnés par les économistes et notamment par le courant néoclassique, mais les marchés ne donnent qu'une évaluation que l'on ne peut comprendre sans prendre en compte les comportements et stratégies des acteurs » (Teller et Hoarau, 2001, p.9).

Le concept de valeur actionnariale a donc évolué vers un concept de valeur substantielle. Ce modèle est donc un modèle élargi qui en plus de la valeur actionnariale, tient compte de la maximisation de la valeur de toutes les parties prenantes de la firme. Quel autre mode de gestion faut-il alors mettre en place pour optimiser la valeur totale de la firme ?

2. Le management par la valeur substantielle

2.1. Les concepts fondamentaux

Teller et Hoarau (2001), indique l'existence de quatre concepts fondamentaux qui sont à l'origine de l'apparition du management de la valeur substantielle : l'impact des actifs immatériels, l'approche par les ressources, la vision élargie de la performance et la valeur élargie aux partenaires.

Les actifs immatériels sont des facteurs déterminants pour la création de valeur de l'entreprise. Les entreprises capables d'apprécier et de valoriser leur « capital d'intelligence industrielle » possèdent un avantage concurrentiel. Ils recensent cinq catégories d'immatériels :

- la technologie (recherche et développement, brevets) ;
- les ressources humaines (formation) ;
- le capital organisationnel (management des stratégies) ;
- le marketing et le capital réputation (marques) ;
- la technologie et l'information (logiciels).

Plusieurs facteurs, comme par exemple l'émergence d'Internet ou l'essor des activités de services, ont favorisé le développement et la croissance rapide du poids des actifs immatériels au sein de l'entreprise. Dans une perspective de management interne, il est donc important de comprendre l'impact des actifs immatériels sur la performance et de les prendre en compte dans le processus de création de valeur en facilitant l'accès à l'information sur ces actifs et le reporting.

Le second concept tient au fait de l'élargissement de la vision de la performance. Alors que la mesure de la valeur actionnariale ne retient que l'efficacité économique (rapport entre la

quantité produite et les ressources utilisées) comme mesure de la performance, le management par la valeur substantielle s'attache à intégrer d'autres dimensions à la mesure de la création de valeur. Ainsi, il existe d'autres indicateurs de la valeur substantielle qui sont la valeur des ressources humaines (valeur ajoutée de la qualité de la main-d'œuvre), la légitimité de l'organisation auprès des groupes externes, qui renvoie aux attentes et intérêts des parties prenantes extérieures à l'entreprise, et enfin, la pérennité de l'organisation qui fournit des indications sur la capacité de l'organisation à s'adapter à son environnement.

Hoarau et Teller (2001), soulignent également que les ressources sont complémentaires à l'avantage concurrentiel. En effet, dans la mesure où elles créent un avantage compétitif soutenable dans le temps, les ressources sont créatrices de valeur. Rappelons que les ressources sont des capacités, des processus organisationnels, d'informations et de savoirs ayant des caractéristiques financières, physiques, humaines, organisationnelles, technologiques ou intangibles. Ainsi, lorsqu'une ressource est rare, non imitable, non remplaçable et qu'elle procure de la valeur pour le client, elle devient un avantage concurrentiel et crée donc de la valeur pour l'entreprise.

2.2. Les outils et leviers du management par la valeur substantielle

A travers ce concept de management par la valeur substantielle, Teller et Hoarau (2001), cherchent à présenter un concept liant l'approche de création de valeur financière et celle partenariale. Ils définissent alors un outil « permettant de relier les principaux indicateurs financiers utilisés dans les modèles financiers traditionnels avec les indicateurs non-financiers de la performance. » (Teller et Hoarau, 2001, p.144). Ils trouvent alors un système se rapprochant d'une approche comptable à base d'activité *Activity Based Costing* et *Activity Based Management*. Cet outil est une forme améliorée de la comptabilité de gestion à base de processus. « *Ce processus de construction suppose une vision adaptative du management à base d'activités, centrée sur l'amélioration continue* » (Teller et Hoarau, 2001, p.145). L'approche ABC-ABM privilégie la notion d'activité et l'analyse des processus qui lient la consommation de ressources à la création de valeur. D'utilité stratégique, elle ne peut être mise en œuvre sans l'implication des opérationnels.

La méthode ABC permet de maîtriser les coûts et de parvenir ainsi à les réduire de manière régulière. Mais, la gestion des coûts n'implique pas uniquement leur réduction : il s'agit aussi de pouvoir répondre aux questions stratégiques concernant les leviers d'action les plus prometteurs, les décisions à prendre en matière de gestion du portefeuille de produits ou de

clients, les changements technologiques, l'opportunité d'une externalisation, etc. C'est dans cette mesure que l'approche ABM complète l'ABC, en manquant la création de valeur de l'entreprise. Les systèmes de coûts doivent donc être adaptés aux analyses stratégiques.

Selon Mevellec (Teller et Hoarau, 2001), il existe trois systèmes de coûts variant selon les « âges dans le système de production : la standardisation, la variété et la flexibilité ». Nous comprendrons très rapidement que la standardisation se rapproche de la conception taylorienne, la variété de l'émergence de la notion de différenciation et la flexibilité s'adapte à la demande du client ou du marché.

Teller et Hoarau définissent enfin trois leviers d'action. L'innovation est considérée comme le premier levier d'action créateur de valeur. Schumpeter (1942) désigne l'innovation comme « destruction créatrice ». Après une innovation majeure, l'économie entre en phase de croissance créatrice de valeur. En effet, l'innovation entraîne une évolution des portefeuilles de produits et de services des entreprises vers des secteurs porteurs générés par l'innovation.

Longtemps associée à la technologie, l'innovation s'ouvre aujourd'hui à la globalité de l'entreprise et concerne de nombreux domaines. Internet a été un facteur de la globalisation du processus d'innovation en permettant la circulation rapide des idées et des informations. Une étude réalisée entre 1992 et 1997 a montré que 66 % des entreprises interrogées ont introduit des innovations sans contenu technologique. L'innovation est aujourd'hui perçue comme un atout majeur de l'entreprise, qui possède souvent son propre département (R&D). « Vecteur de croissance interne, elle est source de revenus récurrents et participe à la valorisation globale de l'entreprise » (Teller et Hoarau, 2001, p. 154). L'innovation constitue un actif intellectuel qui contribue à la valorisation globale de l'entreprise.

L'immatériel et la gestion des connaissances sont analysés comme un autre levier de création de valeur. Une étude du cabinet PriceWaterhouseCoopers (PWC) suggère que « les actifs et les ressources immatérielles expliquent les différences de performance entre les entreprises ainsi que leur longévité » (Teller et Hoarau, 2001, p157). Ainsi, le capital qu'une entreprise doit valoriser à long terme est le capital intellectuel et il doit donc faire l'objet d'un véritable pilotage. Depuis quelques années, nous remarquons que les entreprises vont dans ce sens en développant des postes de directeur de capital intellectuel ou immatériel, ou encore des gestionnaires de connaissance. Cependant, la mesure et le pilotage de ces actifs sont délicats et nécessitent la mise en place au préalable d'outils de gestion adaptés. Dans cette intention, a

été instauré le Knowledge Management qui va se charger de transcrire, capitaliser et transmettre les connaissances, non seulement documentaires mais aussi des employés.

3. La difficulté d'une définition universelle pour la « création de valeur »

3.1. Le rôle central du cash-flow

Le cash-flow : un avantage stratégique au cœur de la problématique de « création de valeur ». Le fondement théorique central de l'approche par « la création de valeur » réside dans le fait que l'entreprise a un objectif unique : maximiser la création de valeur pour ses actionnaires.

Ainsi, ce ne sont pas les résultats industriels ou comptables qui déterminent le cours d'une entreprise, mais la valeur actuelle des cash-flows d'une société. En actualisant cette valeur, il est alors possible d'évaluer le profit net supplémentaire dégagé par la société qui aura une incidence sur les bénéfices et le cours de l'action de l'entreprise.

De ce fait, la maximisation de la richesse passe donc par la maximisation du total des dividendes et de la capitalisation boursière de la société.

Pour ce faire, les marchés financiers opèrent, à juste titre, une distinction entre des variations d'éléments des résultats susceptibles d'affecter le cash-flow et ceux qui n'auront aucune répercussion sur celui-ci. Plusieurs études empiriques ont démontré que les marchés financiers récompensent les initiatives de long terme, notamment les fusions-acquisitions contrairement aux alliances stratégiques. Ainsi, cela permet d'orienter les préférences des investisseurs dans une optique de long terme où l'objectif central, voire unique, de la société est la maximisation de la création de valeur pour ses actionnaires.

Ainsi, si les entreprises se bornent à la prise en compte unique de leurs résultats comptables, c'est-à-dire sans prendre en compte la maximisation de création de valeur pour leurs actionnaires, elles risquent de prendre des décisions stratégico-financières destructrices de valeurs. Celles-ci risquent alors d'être des cibles potentielles pour des entreprises agressives, c'est-à-dire qu'elles peuvent faire l'objet de tentatives d'OPA de la part d'acquéreurs convaincus qu'ils pourront mieux gérer la société.

Par conséquent, le cash-flow prévu doit être le cash-flow disponible. Ce dernier est appelé « cash-flow libre » par M.C. Jensen qui désigne « le cash-flow en excès après distribution des fonds nécessaires aux projets ayant une valeur nette positive avec un coût du capital correct ».

Le cash-flow libre³¹ doit être distribué aux actionnaires si la société souhaite maximiser leur richesse. De plus, le cash-flow s'est affirmé comme un avantage stratégique au cœur de la problématique de création de valeur. Il est déterminant et déterminé par la stratégie de l'entreprise et son environnement.

La position concurrentielle d'un secteur d'activité de l'entreprise, son taux de croissance sur le marché et les actions stratégiques ont une influence prévisible sur le cash-flow. Donc, la notion de cash-flow est devenue centrale dans les fondements théoriques et conceptuels de l'approche par la création de valeur, au même titre que la notion de valeur stratégique. Elle permet d'allier stratégies et financiers dans la mesure où leur objectif commun poursuivi est la maximisation de la création de valeur pour les actionnaires. Ces derniers mesurent leur richesse via les flux de trésorerie effectivement distribués (le cash-flow libre). Le même raisonnement s'applique, lorsque nous choisissons d'autres indicateurs de la performance.

De plus, les investisseurs, et notamment les actionnaires, anticipent une création de valeur lorsque les entreprises combinent une politique d'investissement volontariste, un appel accru à l'endettement financier, et une amélioration de la productivité.

3.2. La notion de valeur stratégique

L'examen des prix offerts ou payés au cours de ces dernières années dans l'acquisition d'entreprises est significatif de la distanciation croissante d'appréciation entre la valeur financière de l'entreprise et sa valeur stratégique ou économique.

Ainsi, **la notion de valeur stratégique**³² est l'un des deux fondements théoriques centraux de la création de valeur. Elle est, selon G.Hirgoyen (1997), « *le reflet de la valeur perçue de l'entreprise par les acquéreurs qui considèrent souvent que celle-ci a peu à voir avec la valeur financière d'une société c'est-à-dire sa valeur boursière* ».

En outre, la prise en compte de facteurs stratégiques (effets de synergies, d'expériences...) est pertinent pour tout investisseur industriel. Ce dernier souhaite acquérir une entreprise dans une optique de continuité de création de valeur. En revanche, l'investisseur financier définit la rentabilité espérée d'une alliance stratégique ou de l'acquisition d'une entreprise du point de vue de l'opportunité de l'investissement qu'elle peut constituer parmi d'autres et indépendamment de ceux-ci.

³¹ Le FCF (Free Cash Free) se calcule ainsi : revenu net + amortissement + dépréciation – variations du besoin en fonds de roulement – dépenses en capital.

³² Nous devons à **F. Modigliani et M. Miller** (1961,1966) d'avoir été à l'origine de la notion de valeur stratégique ou valeur économique.

En outre, les cash-flows espérés par un investisseur industriel ou financier ne seront pas les mêmes et cela peut amener à une évaluation de l'entreprise cible différente, voire totalement divergente. En intégrant dans leur raisonnement d'évaluation, les synergies espérées, les investisseurs peuvent justifier l'acquisition d'une entreprise à un prix sensiblement supérieur par rapport à la valeur financière et boursière découlant de l'évaluation de l'entreprise cible faite par les financiers.

Les cash-flows espérés par l'investisseur industriel ne sont donc pas les mêmes pour l'investisseur financier. Ils conduisent à une évaluation différente de l'entreprise que nous désignons par valeur stratégique. Sa définition est simple : c'est la valeur qu'un investisseur industriel est prêt à payer pour acquérir une entreprise, compte tenu de la projection de ses cash-flows, augmentés des gains dus : à la synergie industrielle ou commerciale résultant du rapprochement de cette entreprise avec celle de l'investisseur industriel, et aux espoirs de rentabilité future. Contrairement à la valeur financière qui est universelle, la valeur stratégique est propre à chaque investisseur industriel et fonction des synergies dont il espère tirer profit. La valeur stratégique est contingente et généralement supérieure à la valeur financière.

On doit à F. Modigliani et M. Miller (1961, 1966) d'avoir été à l'origine de l'approche en terme de valeur stratégique ou valeur économique. La valeur d'une entreprise est la somme de deux composantes : la valeur des actifs existants et la valeur de croissance, ou valeur supplémentaire, engendrés par des nouveaux avantages tels que le transfert de technologies, les avantages de monopole.

La valeur des actifs existants est égale à : $E(CF) / K + tD$ (dans le cas où l'entreprise n'est pas endettée, la valeur des actifs existants est égale à : $E(CF) / K$

Où :

E(CF) : l'espérance de cash-flows d'exploitation, définis comme les résultats nets d'exploitation après impôts et avant frais financiers ;

K : le coût moyen pondéré du capital après impôts ;

tD : le gain d'impôt dû à l'endettement ;

t : le taux d'impôt sur les sociétés ;

D : la valeur de marché des dettes ;

La valeur de croissance est égale à : $I * [E(CF) * n * ((r-k) / k (1+k))]$

r : le taux de rendement du capital investi ;

I : le taux d'investissement c'est-à-dire, le pourcentage des cash-flows investis dans de nouveaux projets ;

n : l'intervalle d'avantage concurrentiel, c'est-à-dire la période pendant laquelle $r > k$.

Pour cette approche de l'évaluation, ils expriment clairement que d'une part, la valeur de l'entreprise est largement déterminée par ses options stratégiques et que d'autre part, l'objectif majeur est la création de valeur.

De même que la valeur des prises de participations minoritaires a été pendant longtemps envisagée seulement sous l'optique d'un investissement rémunérateur, dont le revenu s'apprécie au regard des dividendes distribués, nous pouvons aujourd'hui parler d'**investissement stratégique**.

4. Les différents leviers de création de valeur

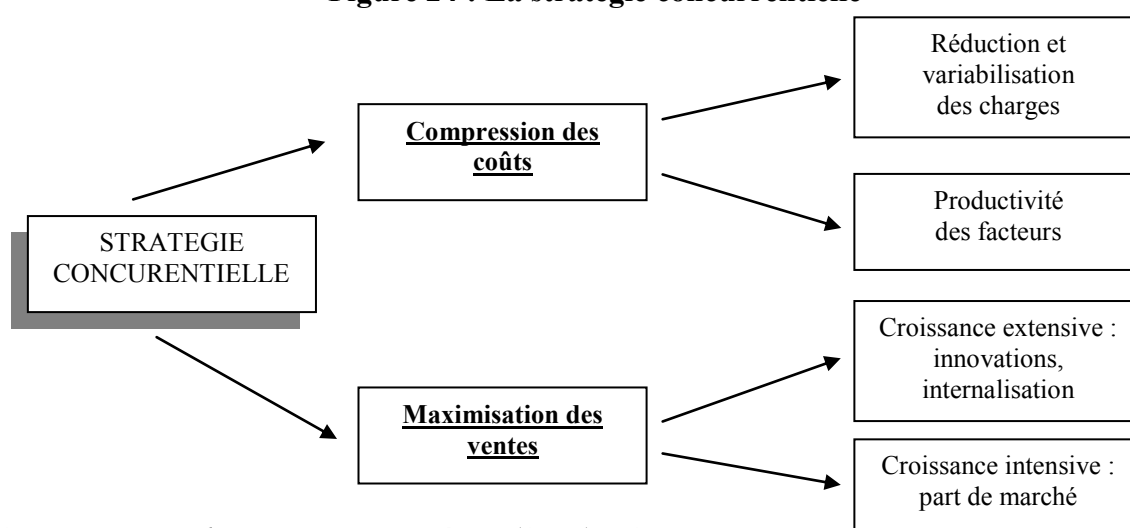
La maximisation de la richesse des actionnaires est un objectif à considérer pour les financiers, mais aussi pour les stratèges. Celle-ci passe par différents canaux plus ou moins évidents et identifiables dans une approche financière des stratégies. L. Batsch distingue plusieurs stratégies : la stratégie concurrentielle, la stratégie organisationnelle, la stratégie financière et la stratégie de portefeuille.

De manière générique, nous pouvons distinguer des leviers stratégiques stricto sensu, des leviers financiers et des leviers résultants de la combinaison des deux précédents.

L'articulation des leviers de la création de valeur au sein d'une stratégie permet d'envisager de manière différente l'analyse stratégique et l'analyse financière.

4.1. Stratégie concurrentielle.

Figure 24 : La stratégie concurrentielle



Source : L.Batsch, *Finance et stratégie*, (1999), p15.

Cette stratégie fait référence aux stratégies génériques (réduction des prix, différenciation, focalisation) de M. Porter qui permettent de mettre en place un avantage concurrentiel. Celle-ci peut se réaliser soit par la maximisation des ventes et/ou par une compression des coûts qui conviennent à une stratégie de volume.

Dans cette vision, l'obtention de l'avantage concurrentiel est une résultante, soit par un avantage de prix et donc de coûts, soit par un avantage en termes de différenciation ou de qualités.

En effet, il existe deux principaux moyens pour une entreprise de compresser ses coûts :

D'une part, la suppression de certaines charges pour améliorer la productivité des facteurs de production. Ainsi, il est possible d'améliorer la productivité des facteurs par la diminution des effectifs, les restructurations, la réduction des coûts liés au fonctionnement des organisations (baisse des frais généraux par exemple), les économies réalisées au niveau des process par des mesures organisationnelles (réduction des stocks, raccourcissement du délai de production, réorganisation du travail...).

D'autre part, la variabilité des charges fixes présente l'intérêt que chaque dépense est alors engagée proportionnellement à la production réalisée. Les stratégies « d'*outsourcing*³³ » et d'externalisation sont alors à envisager.

Par ailleurs, l'entreprise peut chercher à maximiser ses ventes soit par voie intensive (parts de marché) ou par voie extensive (innovation et internalisation).

La croissance extensive signifie que l'entreprise mène une stratégie d'innovation, passant par la création de nouveaux produits et services, et/ou d'internalisation, permettant notamment l'introduction des produits existants dans des zones géographiques où l'entreprise n'était pas encore présente.

En revanche, la croissance intensive correspond à une stratégie de conquête de parts de marchés aux dépens de la concurrence (barrières à l'entrée, rachats de parts de marchés via les rachats d'entreprises externes...).

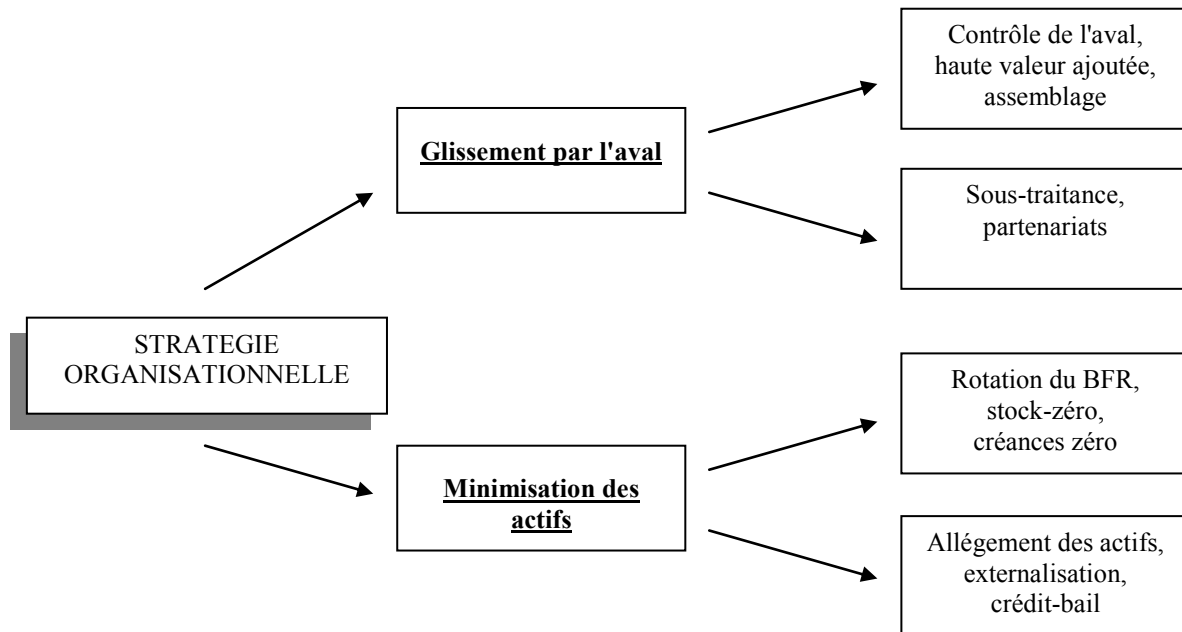
D'une manière implicite et en perspective de cette stratégie, l'objectif est donc bien d'améliorer la rentabilité économique de l'entreprise. Or, cette dernière ne repose pas uniquement sur la maximisation du résultat. Il faut évidemment prendre en compte la

³³ L'*outsourcing* est le terme anglophone désignant l'« externalisation ». Il correspond au transfert de tout ou partie d'une fonction d'une organisation (entreprise ou administration) vers un partenaire externe. Le but est de faire réaliser certaines tâches à l'extérieur par recours à la sous-traitance pour les activités non-essentielles et non-directement productrices de revenus.

minimisation des investissements et leurs rendements (la stratégie économique ou organisationnelle).

4.2. Stratégie organisationnelle

Figure 25 : La stratégie organisationnelle et économique



Source : L.Batsch, *Finance et stratégie*, (1999), p 15.

La stratégie organisationnelle (ou économique) consiste à minimiser le dénominateur du ratio de rentabilité économique. Pour ce faire, il est possible d'une part, de minimiser les actifs notamment par la compression des capitaux immobilisés (le haut de bilan), et/ou d'autre part, d'opérer à un report d'investissement en amont sur d'autres entreprises (les sous-traitants, les fournisseurs...).

La minimisation des actifs peut s'effectuer de plusieurs façons. D'une part, il est envisageable de contracter la rotation du BFR (stocks, clients, fournisseurs), ou encore d'augmenter l'utilisation et la rotation des équipements productifs.

D'autre part, la minimisation des actifs peut s'opérer par le recours à l'externalisation d'activités de soutien, par le recours au crédit-bail (location avec option d'achat), par le passage d'activités en sous-traitance, et/ou par des stratégies de glissement vers l'aval.

La politique de glissement vers l'aval se caractérise par le transfert de l'essentiel de production vers l'amont dont l'objectif est d'améliorer la rentabilité économique tout en se rapprochant du marché et des consommateurs finaux. Cette stratégie n'est viable qu'à la condition que « faire faire » ne coûte pas plus cher que le « faire soi-même ».

L'entreprise doit imposer aux sous-traitants et aux fournisseurs une logique de réduction et compression des coûts pour que cette condition de viabilité soit réalisée. De plus, une telle stratégie transfère les risques d'exploitations et d'investissement sur les entreprises en amont.

Toutefois, les stratégies de glissement vers l'aval ont un coût car la rémunération des prestataires et fournisseurs peut être conséquente. Certes, la politique de l'externalisation présente un attrait certain, mais elle ne sera jugée opportune qu'à travers le couple rentabilité-risque associé à celle-ci.

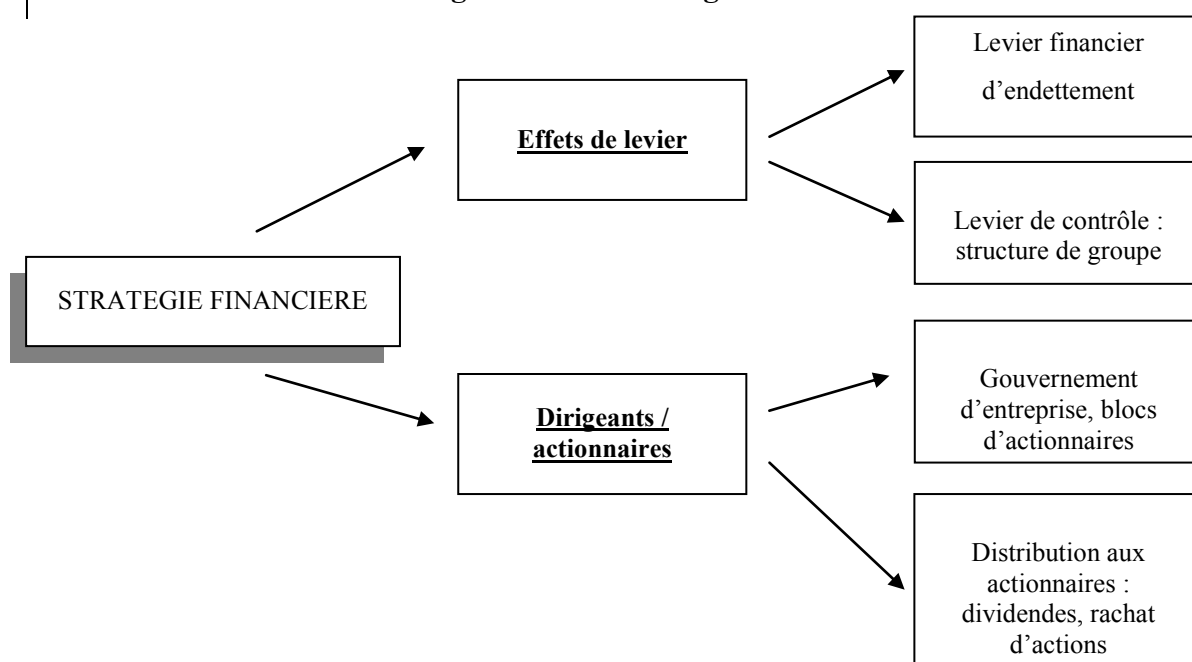
La politique de glissement par l'aval caractérise une volonté « des managers du dénominateur » à fonder la rentabilité économique uniquement par une minimisation des investissements au détriment de la croissance.

Par ailleurs, la gestion stratégique du BFR peut avoir comme conséquence, plus ou moins directe, l'amélioration de la rentabilité économique. En effet, réduire le BFR permet une économie de ressources dans la mesure où ces dernières vont être redéployées à d'autres actifs plus rémunérateurs.

Ainsi, lorsque l'entreprise réduit son BFR, cela signifie qu'elle procède à une réduction de ses coûts administratifs (locaux, gardiennages, assurances, maintenances...), ses coûts financiers (en termes de stockage des produits, réduction de l'encours client...), et de ses coûts stratégiques car le stockage massif des produits est incompatible avec une différenciation poussée des produits.

4.3. Stratégie financière

Figure 26 : La stratégie financière



Source : L.Batsch, *Finance et stratégie*, (1999), p15.

L'investisseur, à un niveau d'investissement donné, contribue à améliorer la rentabilité économique par la minimisation des actifs économiques nécessaires à l'activité. La stratégie financière a pour objectif l'amélioration de cette rentabilité. Pour ce faire, l'actionnaire devra minimiser ses propres apports, pour un niveau donné d'actifs économiques.

La stratégie financière peut s'opérer par des effets de levier en termes d'endettement et de contrôle. La politique d'endettement souhaitée par l'entreprise sera financée par les actionnaires par l'intermédiaire des créanciers (banquiers ou obligataires). Le risque encouru par les actionnaires et les banquiers diffère. Par conséquent, la rémunération exigée des actionnaires sera supérieure (risques plus élevés) comparativement à celle attendue par les banquiers.

En outre, le recours à la dette ne laissera un résultat résiduel positif aux actionnaires qu'à la condition que le revenu issu des actifs économiques soit supérieur aux intérêts de la dette finançant les actifs. Toutefois, la minimisation des apports en capital est à réaliser sous contrainte de ne pas perdre le contrôle de l'entreprise.

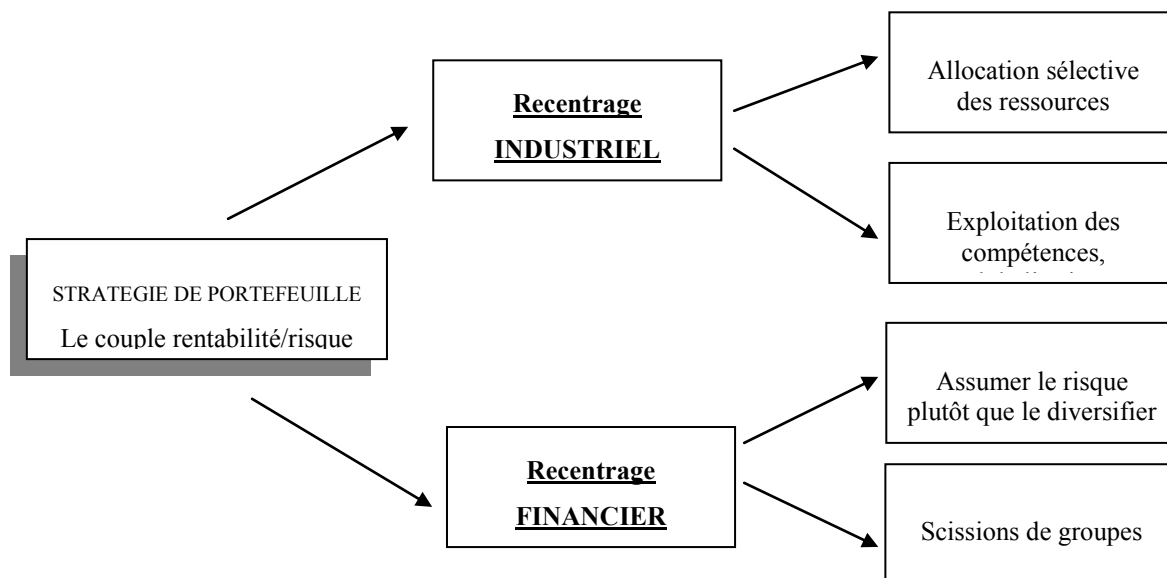
Par ailleurs, les rachats d’actions par l’entreprise se sont développés depuis la moitié des années quatre-vingt-dix. D’un point de vue financier, elles s’assimilent à une distribution de dividendes dans la mesure où l’entreprise redistribue un excédent de liquidités à ses actionnaires. Les rachats d’actions sont donc source de création de valeur aux yeux des actionnaires, et cela au même titre que la distribution de dividendes.

De plus, les participations réciproques³⁴ ont pour objectif de conforter un noyau d’actionnaires stable dans le capital et dans la structure d’actionnariat des sociétés, mais également de maîtriser les décisions des conseils d’administration. Si elles confèrent un pouvoir certain aux dirigeants, elles affaiblissent celui des actionnaires. En effet, les participations croisées immobilisent des capitaux. Et, en cédant les actions détenues chez le partenaire, le groupe récupère de la trésorerie distribuable à ses actionnaires.

Donc, les entreprises réalisent des montages financiers de plus en plus complexes où l’objectif poursuivi est de minimiser l’apport des actionnaires tout en élevant la rentabilité économique et financière de l’entreprise.

4.4. Stratégie de portefeuille

Figure 27 : La stratégie de portefeuille



Source : L.Batsch, *Finance et stratégie*, (1999) p15.

La stratégie de portefeuille est liée à la gestion des risques et au couple rentabilité/risque. En effet, la rentabilité est toujours mise en rapport avec le risque encouru.

³⁴ Une participation croisée (ou réciproque) se caractérise par le fait que A est actionnaire de B et B est actionnaire de A.

L'investisseur attend de la part de l'entreprise qu'elle maximise le rapport risque/rentabilité en réduisant de surcroît le risque économique attaché à son métier. L'entreprise, par la diversification de ses DAS va s'attacher à réduire le risque économique.

Or, si la gestion des risques a été longtemps le fondement théorique des stratégies de diversification, nous assistons depuis les années soixante-dix à un recentrage stratégique sur le ou les métiers de base des entreprises.

Ainsi selon Batsch « l'entreprise est amenée à assumer un risque circonscrit plutôt qu'à le compenser par d'autres »³⁵. En effet, la diversification des risques est du ressort de l'investisseur et non celui de l'entreprise.

Cette dernière doit maîtriser le risque économique grâce aux différentes stratégies (concurrentielle, organisationnelle, financière) qu'elle peut mettre en œuvre. Par exemple, si l'entreprise veut être ou est leader sur son marché, cela se traduit bien par une volonté d'optimiser le ratio rentabilité/risque et donc par une maîtrise de son risque économique.

De son côté, l'investisseur, par la diversification de son portefeuille d'actions, cherche à minimiser le risque spécifique de chacun de ses placements financiers. Il cherche donc à minimiser le risque pour une rentabilité donnée ; maximiser la rentabilité pour un risque donné ; réduire le risque en le diversifiant, pour un portefeuille global.

L'investisseur gère donc un rapport risque/rentabilité et attend de l'entreprise qu'elle maximise ce rapport en réduisant le risque économique inhérent à son métier. Par conséquent, la stratégie de portefeuille est la résultante d'un double recentrage : recentrage financier et recentrage stratégique.

Section 2 : VERS LE MODÈLE D'ANALYSE STRATÉGICO-FINANCIER

Jusqu'à la fin des années 70, tout se passe comme s'il y avait rupture entre la stratégie et la finance. En l'espace de moins de trente ans, les modèles d'analyse stratégique-financiers se sont développés où la problématique de la création de valeur est devenue une préoccupation de premier ordre pour les dirigeants, stratèges et financiers. Le passage de la maximisation du profit de la firme conçue comme « une boîte noire » à la maximisation de la valeur actionnariale de la firme est bien à l'origine du rapprochement entre la finance et la stratégie.

³⁵ L.Batsch : « *Finance et stratégie* », Economica, 1999, p27.

1. Finance et stratégie, quels points communs ?

Le modèle du BCG (Boston Consulting Group) a été l'un des tous premiers modèles d'analyse à s'intéresser aux liaisons pouvant être établies entre situation stratégique de l'entreprise et performances financières. Les analystes se sont efforcés de rapprocher l'analyse financière et l'analyse stratégique au niveau des activités de l'entreprise. Toutefois, ces modèles d'analyse présentent des insuffisances dans l'appréciation des liens pouvant exister entre les deux analyses. La problématique de la création de valeur vise à pallier ces insuffisances, mais aussi à mettre en perspective une véritable synergie des approches.

1.1. Le modèle traditionnel d'analyse : La matrice BCG

La matrice du BCG positionne les DAS (Domaine d'Activité Stratégique)³⁶ au regard de deux dimensions : la part de marché relative d'une part, et le taux de croissance du marché d'autre part.

D'une part, la part de marché relative fait référence à la position concurrentielle de chaque DAS de l'entreprise et donc sur leur position en termes de leadership. Elle se calcule en rapportant la part de marché de l'entreprise à la part de marché moyenne des principaux concurrents.

D'autre part, le taux de croissance du marché est considéré comme un indicateur de son attrait. Ainsi, plus il est important et plus le marché est jugé porteur c'est-à-dire attractif.

Ainsi au regard de cette matrice, il existe donc quatre grandes catégories de DAS (Gilles Hémerly, 2005):

« **Les vaches à lait** » qui sont des DAS où la croissance est réduite, les besoins de financement sont limités ; en revanche, sa position de leader fait de ces activités des sources importantes de liquidités. Il faut rentabiliser au maximum ces DAS.

« **Les vedettes** » constituent la partie dynamique du portefeuille d'activités³⁷ car elles se situent en phase de croissance et sont appelées à devenir « des vaches à lait ». Elles contribuent à la croissance et s'autofinancent. Il faut donc maintenir la position dominante

³⁶ Ensemble de biens et/ ou services destinés à un marché spécifique. Il couvre un ensemble homogène d'activités partageant des ressources (humaines, matérielles et financières) et des savoir-faire. Il désigne également l'activité globale ou les sous-ensembles d'activités d'une entreprise par lequel l'entreprise va devoir choisir la stratégie la plus pertinente parmi l'une des trois suivante: domination par les coûts, spécialisation et différenciation.

³⁷ Ensemble des secteurs d'activité dans lesquels l'entreprise est présente. Mercator 10e édition, p. 234

pour les vedettes, en attendant que, l'activité vieillissant, cette vedette devienne une vache à lait.

« **Les poids morts** » sont des DAS vieilliss qui n'apportent rien à l'entreprise en termes de liquidités, de croissance... Il faut donc soit les abandonner ou bien les maintenir sans investissement.

« **Les dilemmes** » sont des DAS à fort taux de croissance, mais pour lesquels l'entreprise n'a pas encore su acquérir des positions concurrentielles dominantes. Un choix stratégique est à réaliser de la part de l'entreprise, d'où l'expression « dilemme » : soit investir pour que le dilemme devienne une vedette, soit désinvestir. Si l'entreprise refuse de choisir, les dilemmes deviennent des poids morts. Il s'agit donc, pour les dilemmes et en fonction des cas : de les doubler, les resegmenter ou bien les abandonner.

1.1.1. Analyse stratégique et rentabilité

La première dimension (horizontale) de la matrice BCG rend compte de l'analyse de rentabilité. Ainsi, les différentes zones de la matrice qualifient une activité de l'entreprise par rapport à ses concurrents dans le domaine considéré où une vache à lait est plus rentable qu'un poids mort, une vedette plus rentable qu'un dilemme.

De fait, la relation entre rentabilité et part de marché s'exprime, dans sa forme la plus simple, par la célèbre courbe d'expérience. Cette dernière montre que l'entreprise qui a les coûts les plus bas est celle qui a effectué la production cumulée la plus forte. En outre, la part de marché la plus forte correspond à la production cumulée la plus importante, donc aux coûts les plus bas et à la rentabilité la plus forte au sein d'une activité donnée.

La rentabilité d'une activité est donc liée à la position concurrentielle qu'y occupe l'entreprise. Dans cette optique, la rentabilité est mesurée par les flux de liquidités sécrétés.

1.1.2. Analyse stratégique et flux financiers

La seconde dimension (verticale) de la matrice BCG représentée par le taux de croissance du secteur cherche à apprécier si l'activité dégage de son exploitation un autofinancement. Ainsi, le problème se résume à rechercher des facteurs stratégiques qui déterminent les besoins de fonds : investissement et financement de l'actif circulant. Indéniablement, ces besoins sont liés à la croissance (où à la maturité) du secteur, donc à la deuxième dimension de la matrice.

Les activités qui connaissent des taux de croissance élevés (vedettes et dilemmes) présentent des besoins de fonds élevés. A l'inverse, les activités qui génèrent des taux de croissance faibles (vache à lait, poids mort) secrètent des besoins de fonds plus faibles.

Pour l'analyste financier, cela signifie que la rentabilité future réside dans les activités ayant des taux de croissance élevés : vedettes et dilemmes. De même qu'un placement sans risque correspond à une vache à lait, à la condition de s'interroger sur sa pérennité. Quant au poids mort, il n'est pas enviable.

1.1.3. Analyse de portefeuille et analyse financière

En effet, la matrice BCG, comme toutes les matrices d'analyse de portefeuille d'activités, propose une modélisation stratégique-financière de l'entreprise dans la mesure où les activités mûres et pourvoyeuses de ressources doivent financer les activités jeunes et émergentes à fort besoin de financement.

On peut alors considérer que l'analyse de portefeuille d'activités, complète l'analyse du financier. En effet, la structure même du portefeuille d'activités a des incidences financières qu'il est alors possible d'analyser aisément. Schématiquement, il est possible de distinguer trois types de portefeuilles :

1. Les portefeuilles juvéniles représentent une majorité de vedettes et des alternatives. Ces portefeuilles sont financièrement très déséquilibrés. Cependant, ce type de portefeuille d'activité est porteur de richesse parce qu'il a une forte capacité de rentabilité à terme.
2. A l'opposé, les portefeuilles séniles se définissent par une majorité d'activités à croissance faible, voire négative. Si ce portefeuille n'est constitué que de poids morts, la situation de l'entreprise est menacée et remet en cause sa pérennité à terme. A l'inverse, si ce portefeuille est composé pour l'essentiel de vaches à lait, l'entreprise jouit d'un positionnement concurrentiel appréciable et de ressources conséquentes et profitables pour des opérations stratégiques de croissance (interne et/ou externe).
3. Entre ces deux situations extrêmes, la situation idéale réside dans un portefeuille équilibré qui permet le financement d'activités, ayant des besoins de financement, par des activités générant un surplus de ressources. Par exemple, une vedette et quelques dilemmes seront financés grâce aux fonds dégagés par une vache à lait.

On peut ainsi distinguer trois types de situations financières : des activités qui dégagent des flux nets de liquidités équilibrés, d'autres qui secrètent des flux excédentaires, et d'autres des flux déficitaires.

Donc, l'analyse du portefeuille d'activités d'une firme permet de mieux comprendre l'évolution des flux financiers et d'en anticiper les variations. Elle fait ainsi la jonction entre l'analyse stratégique et l'analyse financière malgré des insuffisances notoires.

1.1.4. Analyse de portefeuille et analyse financière. Limites et insuffisances de ce modèle traditionnel à analyser les liens entre la stratégie et la finance

La matrice BCG, est un outil d'analyse puissant et opérationnel. Toutefois, elle n'est pas suffisante pour analyser de manière fine et précise les liens existants entre la stratégie d'une entreprise et ses performances financières.

L'insuffisance de ce modèle d'analyse traditionnel, à analyser les liens entre stratégie et finance, correspond à trois raisons faisant référence à trois décisions stratégiques distinctes : les acquisitions et alliances, la diversification, et la valeur des prises de participations minoritaires.

Les acquisitions et les alliances stratégiques sont les orientations stratégiques les plus utilisées où le modèle d'analyse traditionnel ne permet pas de résoudre des problèmes d'arbitrage entre valeur stratégique et valeur financière.

1.2. Portée et limites de l'approche par la création de valeur

1.2.1. Portée de l'approche par la création de valeur

Aujourd'hui, la création de valeur pour les actionnaires est devenue le nouveau credo des dirigeants des grandes entreprises. Pourtant, il n'y a pas si longtemps, les objectifs principaux affichés par les dirigeants étaient la course au chiffre d'affaires, à la taille critique, à la part de marché, voire au bénéfice net annuel. L'optique de la création de valeur a donc modifié la prise en compte de l'actionnariat dans le processus de décisions stratégiques.

La création de valeur s'inscrit dans un contexte de globalisation financière, et de surcroît, de légitimation de l'actionnaire dans la gestion des entreprises.

On ne peut à ce titre parler d'effet de mode pour caractériser la problématique de création de valeur. Cette dernière n'est que l'expression reformulée et radicalisée de la théorie du coût du capital dont les premières contributions sont celles formulées par M. Miller et F. Modigliani en 1958 et 1961.

De ce fait, détruire de la valeur correspond à une valorisation du capital positive, mais inférieure à la norme. Ainsi, la création de valeur désigne, certes, une richesse supplémentaire pour l'actionnaire (la valeur actionnariale), mais également l'excédent de rentabilité par rapport à la norme c'est-à-dire par rapport à la rentabilité « normale ». Par conséquent, la création de valeur conduit à pousser vers le haut la rentabilité exigible par les actionnaires. Elle est synonyme de sur-rentabilité. Elle accélère de fait le rythme de la course entre rentabilité prévisionnelle et rentabilité normale.

Donc, la création de valeur voudrait s'imposer comme le critère de décision stratégique central dans la mesure où « il est préférable d'être léger et sur-rentable que lourd et sous-rentable ».

1.2.2. Les limites de la création de valeur (financière)

Si elle permet de réconcilier la théorie financière avec la stratégie, la création de valeur demeure un outil (et non l'unique) de la stratégie et ne doit pas préjuger de ses autres aspects (identité, structure, organisation...).

Par ailleurs, la création de valeur présente des limites du fait de son caractère difficilement opérationnel. Elle n'est pas un outil de pilotage et de contrôle susceptible d'être compris par tous les membres de l'organisation, notamment par ceux du centre opérationnel.

De plus, pourquoi les actionnaires devraient-ils être les seules parties prenantes (*stakeholders*) du processus de création de valeur dans l'entreprise ?

En effet, dans une optique de maximisation de la richesse des actionnaires, les intérêts des autres parties prenantes risqueraient d'être lésés.

L'approche « *stakeholders value* » a le mérite d'inciter fortement le management de l'entreprise à considérer les principales décisions de l'entreprise dans un cadre beaucoup plus large en prenant en compte les intérêts des différentes parties prenantes (actionnaires, clients, dirigeants, salariés, fournisseurs, pouvoirs publics, créanciers...).

La maximisation de la valeur actionnariale laisse donc place à la négociation dans la mesure où les parties prenantes ont toutes aujourd'hui un vrai pouvoir de négociation.

Ainsi, le management par la valeur (« la gouvernance d'entreprise ») a réfléchi à la mise en œuvre de moyens (notamment des moyens d'incitation, de contrôle) qui vont permettre d'amener les dirigeants à mieux servir les intérêts des actionnaires et d'être sensible à la nécessité de créer de la valeur.

Par conséquent, si chacun des stakeholders a des attentes, c'est qu'il est susceptible d'être un acteur dans le processus de création de valeur pour l'entreprise :

Pour les clients, il y a création de valeur lorsque le prix auquel ils achètent les biens ou les services est inférieur à leur coût d'opportunité c'est-à-dire au prix qu'ils auraient été prêts à payer.

Pour les fournisseurs, la création de valeur apparaît en leur faveur lorsqu'ils vendent à la firme leurs biens et services à un prix supérieur au coût d'opportunité.

Pour les salariés, il y a création de valeur lorsqu'ils sont rémunérés à leur salaire d'efficience (les salaires rémunérés sont supérieurs à leur coût d'opportunité).

Pour les actionnaires, il y a création de richesse lorsqu'ils reçoivent une rémunération globale supérieure à ce qu'ils sont en droit d'exiger compte tenu des opportunités de placement alternatif et des risques qu'ils supportent.

Pour les dirigeants, véritables arbitres, ils doivent veiller à maximiser la valeur partenariale et non plus seulement la valeur actionnariale.

Donc, l'optique à retenir n'est plus la maximisation de la richesse des actionnaires, mais la prise en compte des attentes et intérêts des différents *stakeholders* à travers l'objectif de maximisation de la valeur partenariale.

2. Liens de convergences et divergences entre la finance et la stratégie

La stratégie et la finance sont deux domaines qui sont déterminés par une inspiration, une problématique et des règles propres. En effet, il est possible d'observer que les généalogies de ces deux disciplines sont distinctes.

Toutefois, si l'approche de la création de valeur semble de fait rapprocher l'analyse financière et l'analyse stratégique, il est indéniable que de surcroît, pour d'autres, des liens existent entre la politique financière d'une entreprise et ses décisions stratégiques, et vice-versa.

2.1. La stratégie et la finance sont deux disciplines différentes à la base

2.1.1. La finance

Depuis la fin de la deuxième guerre mondiale, un ensemble de théories financières a été développé où leur objectif poursuivi est double.

D'une part, le champ d'investigation des financiers cherche à expliquer les mécanismes des marchés financiers. Et d'autre part, les théories financières tentent de fournir des règles de comportements pour les gestionnaires, notamment pour les stratèges.

L'évolution de la pensée et des modèles financiers résultent de l'utilisation de modèles scientifiques et de l'émergence d'un environnement de « globalisation financière ». La finance regroupe donc un ensemble de modèles mathématiques financiers.

Par ailleurs, les travaux des micro-économistes classiques (ceux de l'équilibre général), des théoriciens de la rationalité, de l'asymétrie de l'information, de la théorie des jeux sont autant de contributions qui ont enrichi et nourri la finance moderne.

En résumé, l'ascendance économique-mathématique de la finance moderne est très marquée. De ce fait, la finance se met dans une vision d'analyse plutôt quantitative.

2.1.2. La stratégie

Contrairement aux modèles mathématiques des financiers, la stratégie se montre plutôt comme une composition de modèles et de cadres normatifs qui amènent à la prescription de différentes étapes dans le processus des décisions stratégiques à mettre en œuvre.

En effet, la stratégie vise à donner aux dirigeants une vision a priori, générale, et macroscopique de leur entreprise. Les différents outils d'analyse stratégique utilisés par les cabinets de consultants (comme le cabinet Mc Kinsey), permettent, par exemple, aux dirigeants des entreprises de mettre en œuvre des actions stratégiques adéquates. L'impératif d'un haut niveau d'agrégation est souhaité par les dirigeants et est donc recherché par la stratégie.

De plus, le caractère normatif des modèles est sous-jacent en stratégie où le souci prescriptif est recherché.

Ensuite, une fois les stratégies choisies, les dirigeants se doivent d'être en mesure de les justifier aux membres de l'organisation. A l'opposé, les montages financiers sophistiqués établis par les experts et les conseillers financiers arrivent généralement à expliquer le pourquoi aux salariés. A ce sujet, nous notons que cette contrainte de communicabilité ou de transparence des stratégies financières est, certes, de plus en plus présente, mais certainement de manière moindre qu'en stratégie. En effet, cette contrainte de communicabilité façonne de manière certaine la stratégie.

Au total, la stratégie et son élaboration sont guidées par le souci de mise en œuvre, de haut degré d'agrégation et de la communicabilité. Ce triple défi est à coup sûr l'un des défis lancés à la recherche stratégique.

Si la finance décrit un modèle d'agents fictifs à l'aide de modèles universels, à l'inverse, la démarche stratégique rend compte d'un modèle réel à l'aide d'un nombre restreint de catégories et d'acteurs stratégiques.

La stratégie s'est appuyée principalement sur des travaux en économie industrielle, pour ses langages et concepts principalement (les travaux de M. Porter par exemple), mais aussi sur ceux de la sociologie des organisations (les travaux de H. Mintzberg par exemple) pour enrichir ses fondements théoriques et conceptuels.

La stratégie s'inscrit donc pleinement dans la recherche d'une analyse plus qualitative à la différence de la finance, se situant quant à elle dans une optique plus quantitative.

2.1.3. Des divergences : l'exemple de la diversification et de l'analyse du risque

Si l'on admet que la stratégie et la finance ont des généalogies distinctes, il est difficilement envisageable d'avancer l'exclusion totale de toute divergence entre ces deux disciplines.

- La diversification

Les stratégies de diversification se sont développées dans les années cinquante et soixante. Elles sont à l'origine de l'une des premières divergences marquantes entre les préconisations des stratèges et celles des financiers.

L'état de la théorie financière à cette époque aurait dû conduire au contraire à conseiller un « recentrage sur métier », laissant au marché financier le soin de procéder à la répartition des risques.

Mais, les préconisations des stratèges ont prévalu sur celles des financiers alors que la diversification d'un portefeuille est moins coûteuse que celle d'un conglomérat.

Ceci peut s'expliquer par le fait que, d'une part, les travaux des stratèges, dans les années soixante, étaient plus compréhensibles pour les dirigeants que les modèles de la théorie financière aux hypothèses théoriques très éloignées des réalités des marchés financiers.

D'autre part, les prescriptions faites par les stratèges présentaient un attrait certain pour les dirigeants. Ces derniers, faiblement détenteurs de capital, pouvaient par l'intermédiaire d'une stratégie de diversification, certes non profitable aux actionnaires, s'assurer leur propre survie.

- *La gestion des risques*

Une autre divergence existe également entre financiers et stratèges dans la gestion des risques. Les financiers distinguent le risque systématique et le risque spécifique. Le premier mesure le degré de sensibilité d'un titre aux conditions générales du marché (le bêta) et le second les caractéristiques résiduelles propres de volatilité.

La diversification du portefeuille peut permettre d'éliminer le risque spécifique. L'objectif des stratèges et des dirigeants n'est pas le contrôle du bêta qui seul guide le rendement du titre. Les décideurs ne doivent s'intéresser qu'au risque spécifique, car le risque systématique est principalement fonction du marché lui-même. Les stratèges et les dirigeants se doivent donc d'orienter leur effort sur la maîtrise du risque spécifique qui par définition est propre à la firme.

Mais ce faisant, ils n'agissent pas en fonction des intérêts des actionnaires car les comportements de ces derniers sont fonction du couple rentabilité/risque systématique. En effet, les actionnaires ne sont pas ou très peu sensibles au risque spécifique.

Les financiers, par un tel raisonnement, remettent en cause la portée de l'analyse stratégique car cette dernière ne peut être pertinente et que toute action non pertinente est hors de portée des décideurs.

Ainsi, pour les théoriciens financiers, l'entreprise doit « se contenter d'exister » et il revient au marché de l'apprécier. Ainsi, si l'appréciation est négative, l'entreprise sera amenée à disparaître à terme, sinon elle se perpétue.

La nécessité d'une stratégie active pour une entreprise n'a été que tardivement justifiée par les modèles théoriques financiers. Cette conclusion est évidemment non-valide pour les dirigeants et les stratèges et montre par là même une insuffisance notoire de la finance à tenir compte de l'analyse stratégique.

Toutefois, le développement de modèles stratégico-financiers a permis de pallier cette insuffisance. L'objectif de ces modèles est de combiner l'analyse financière et l'analyse stratégique pour éviter notamment des divergences flagrantes entre les préconisations de deux disciplines.

Ces deux types de divergences (la gestion du risque et la diversification) ne sont pas les seules. Nous pouvons également repérer d'autres divergences concernant d'une part, les enjeux de pouvoir au sein d'une organisation entre les différents *stakeholders*.

D'autre part, l'importance de l'information n'est pas perçue de manière similaire entre les stratèges et les financiers. La diffusion et la transparence de l'information vont permettre, selon les financiers, d'optimiser la valeur du titre et donc de minimiser les distorsions sur celle-ci. A l'opposé, pour les stratèges, la diffusion d'informations accélère le déclin de l'avantage concurrentiel et c'est ce qui nous a motivé de traiter *la problématique de la performance financière dans le cadre de cette thèse et plus tard de combiner nos résultats avec des entretiens et des questionnaires avec les dirigeants des entreprises de notre échantillon.*

Enfin, la mesure de la performance est aussi source d'incompréhension fréquente entre les stratèges et les financiers.

Mais, en dépit de divergences notoires entre la finance et la stratégie, ces deux disciplines tendent vers une convergence d'analyse par le biais des liens étroits qu'elles entretiennent.

En effet, les convergences sont déjà établies au niveau de la recherche académique (modèles stratégico-financiers, le management par la valeur...).

Il paraît donc inévitable qu'elles se manifestent dans les prescriptions aux managers ou de manière plus large au sein des entreprises.

2.2. La complémentarité entre la finance et la stratégie

En effet, finance et stratégie entretiennent des rapports étroits au sein des entreprises. D'une part, la mise en œuvre de la stratégie engage des choix financiers conséquents. D'autre part, les choix de politique financière ont une portée stratégique et la pertinence de la stratégie est jugée sur des critères financiers (Vernimmen, 2000).

2.2.1. Les positions stratégiques engagent des choix financiers

Même si un plan stratégique n'est pas quantifié³⁸, celui-ci repose sur des hypothèses plus ou moins contraignantes de politique financière de long terme. Ces hypothèses conditionnent le plan stratégique. En effet, la sélection des priorités est nécessairement associée à des modalités de financement.

Ainsi, les dirigeants de l'entreprise peuvent décider, par exemple, d'un objectif de croissance externe, notamment une alliance stratégique ou une fusion-acquisition. L'entreprise doit donc faire face à un choix de financement dont les stratèges et les dirigeants doivent tenir compte

³⁸ Un plan stratégique est difficilement quantifiable. C'est un guide d'action en fonction de plusieurs scénarios pré-identifiés.

dans l'élaboration du plan stratégique. En outre, il existe plusieurs façons de préparer une opération de croissance externe : l'autofinancement, l'endettement, le financement par cessions d'actifs et l'augmentation de capital.

L'autofinancement est une modalité de financement qui va permettre d'accumuler des réserves financières en limitant les investissements opérationnels au profit de placements financiers d'attente.

L'endettement fait que l'entreprise va disposer d'une certaine capacité d'endettement qui va lui permettre de mettre en œuvre sa stratégie de croissance externe.

Le financement par cession d'actifs est une modalité souvent mise en œuvre dans des opérations de décroissance externe. L'entreprise dégage une plus-value de cession si le prix de la cession est supérieur à sa valeur comptable.

L'augmentation de capital s'effectue le plus souvent par la création d'actions nouvelles de même valeur unitaire que les actions existant déjà. Plus rarement, elle s'effectue aussi par majoration de la valeur nominale de l'action. Elle induit un risque de dilution du contrôle. Elle dépend fortement de la conjoncture boursière et des disponibilités des investisseurs potentiels.

L'entreprise se doit donc d'opérer à une planification financière des objectifs stratégiques qui contraignent l'analyse stratégique à formuler plusieurs hypothèses et scénarios possibles.

La planification financière vise à maîtriser l'incertitude liée au mode de financement choisi par l'entreprise.

En effet, si l'entreprise décide d'opter pour un financement par augmentation de capital, des incertitudes demeurent sur le cours boursier, sur les investisseurs potentiellement intéressés...

L'entreprise doit donc gérer un contexte d'incertitude dans la mise en œuvre de la stratégie. La planification financière des objectifs stratégiques vise donc à réduire ce contexte d'incertitude. Si, la stratégie d'une entreprise engage des conséquences financières lourdes, elle est donc jugée sur la rentabilité de ses résultats.

Certes, les dirigeants et stratèges ne se fixent pas comme objectif unique de maximiser la rentabilité de l'entreprise, mais ils l'intègrent dans les objectifs à atteindre à terme. A partir de cela, nous pouvons dire finalement, même si la notion de création de valeur est vaste et ambiguë, que la création de valeur financière finale intègre tous les éléments qu'on appelle autre création de valeur, création de valeur stratégique par exemple, etc.

2.2.2. Les choix de politique financière incluent les projets stratégiques

Les choix stratégiques conditionnent et sont conditionnés par la politique financière de l'entreprise.

Ainsi, la politique de financement de l'entreprise est très liée à la gestion de l'actionnariat. Le risque est une dilution de contrôle. En effet, si les intérêts des actionnaires ne sont pas correctement servis, alors l'actionnariat se disperse, fuit le titre et peut déstabiliser la Direction Générale de l'entreprise. La structure de l'actionnariat est par nature stratégique et engage donc des relations de long terme, ayant des contreparties : fidélité à des contrats commerciaux ou bancaires, distribution de dividendes, participations réciproques, prises de décisions communes au Conseil d'Administration...

En effet, les dirigeants de l'entreprise ont intérêt à établir des relations durables avec les investisseurs et les actionnaires dans une optique de création de valeur c'est-à-dire en maximisant la richesse de ceux-ci.

Par ailleurs, les choix financiers affectent, plus ou moins directement, les risques attachés à l'entreprise. L'entreprise peut faire face à deux risques : le risque de liquidité (ou d'illiquidité) et le risque de rentabilité (Hirogoyen, 1997).

D'une part, le risque de liquidité se manifeste quand l'entreprise présente un risque de faillite c'est-à-dire lorsqu'elle est en cessation de paiement.

D'autre part, le risque de rentabilité est celui que la fixité des charges financières fait peser sur la rentabilité des actionnaires. Ce risque est un risque financier lié à l'effet de levier. C'est pourquoi, la structure d'endettement induit nécessairement un niveau de risque spécifique qui doit être assumé par les actionnaires.

La structure financière présente doit être appréciée par rapport à une structure financière typique qui constitue l'objectif des actionnaires.

Cette structure financière est une donnée de long terme qui conditionne les choix stratégiques, elle est elle-même une variable stratégique. Par conséquent, certes, la fonction financière doit assurer le financement des objectifs stratégiques, mais elle doit également anticiper les conséquences financières des choix stratégiques futurs.

Section 3 : CONTRIBUTION THÉORIQUE SUR LA RELATION AS/CV ET F&A/CV

Dans cette section, nous aborderons dans un premier temps la contribution du pilotage stratégique dans la création de valeur (1), puis, nous aborderons l'approche dynamique du pilotage par la valeur (2) et enfin, les aspects théoriques des alliances et des fusions-acquisitions (3).

1. La contribution du pilotage stratégique dans la création de valeur

La création de valeur est intrinsèque au développement de l'entreprise. Si elle n'en crée plus, elle décline. Si elle n'arrive pas à équilibrer son exploitation, elle s'appauvrit (Batch, 2000). L'efficacité de l'entreprise dans sa création de valeur suppose qu'elle produise ses biens et services de la façon la plus efficace dans un contexte et un état d'art donnés. Sa création de valeur absolue ne peut s'apprécier qu'en fonction de la meilleure offre disponible, ce qui nécessite de prendre en compte l'état de la concurrence. Les entreprises sont en quelque sorte contraintes par l'efficacité économique dont elles tirent leur espace de liberté et de création.

Pour autant, au niveau d'une entreprise donnée qui s'interroge sur son avenir, cette création de valeur n'est jamais garantie. Elle constitue un objectif en soi, puisqu'elle dépend de la survie de l'entreprise, mais il s'agit également d'un processus fragile et complexe. Le fait qu'une entreprise a créé beaucoup de valeur dans le passé ne constitue pas une garantie de ses performances futures.

1.1. L'enrichissement du modèle financier de l'entreprise et sa valeur par le pilotage stratégique

Le modèle financier dominant dans le management exprime la supériorité des logiques de marché sur toute solution d'essence organisationnelle. Il se manifeste notamment par la prédominance de trois éléments : un contrôle de type financier, des mesures financières de création de valeur et une analyse stratégique externe de type structurel (de la concurrence).

Ces trois éléments sont sensés expliquer les principes de la création de valeur financière.

Actuellement, cette conception de l'entreprise est abandonnée au profit d'une conception plus enracinée de l'entreprise, articulée autour de compétences collectives astucieusement combinées. Ces dernières sont au cœur de relations entre les ressources immatérielles et la création de la valeur de l'entreprise. Nous observons, de ce fait, que l'entreprise remplit moins une fonction d'allocation de ressources qui préexistent dans une logique des coûts, qu'elle

n'assure, dans une logique de création de valeur, le développement de compétences et de produits, dans un univers en concurrence permanente sur les ressources et les débouchés. Partir de ce point de vue, c'est retenir que la finalité première de l'entreprise est la création de valeur. Le processus de création de valeur doit inévitablement combiner l'attention portée à l'exploitation du potentiel de l'organisation et celle accordée au renouvellement de ce dernier.

Appréhender ce processus de création de valeur et sa mise en œuvre dans l'entreprise suppose que l'on s'intéresse aux différents aspects de la création de valeur, financière, stratégique, organisationnelle et substantielle.

La création de valeur a connu plusieurs évolutions. Au début, et avec l'expression de la contrainte marchande, toute une grille de lecture sur l'évolution des marchés boursiers était offerte, au sein de laquelle la « création de valeur » apparaissait comme le signe annonciateur d'une transformation radicale des conditions d'évaluation du capital productif des firmes. Rétrospectivement, nous pouvons comprendre en effet la « révolution de structure » amorcée par les marchés financiers au milieu des années 80 comme un ajustement progressif des conditions de circulation du capital aux rythmes et aux besoins de financement imposés par l'intérêt de l'actionnaire. Cette révolution se caractérise par : l'imposition au sein des entreprises d'un code de bonne conduite à travers la « gouvernance d'entreprise », qui se traduit par un encadrement très strict du « management stratégique » ; l'obligation d'une transparence faite aux managers en matière d'informations délivrées aux actionnaires ; le développement par les analystes financiers de nouvelles techniques d'évaluation et de rémunération du capital des actionnaires, comme ROA, ROE, PBR l'EVA (Economic Value Added) et la MVA (Market Value Added) par exemple et leur utilisation comme indicateurs de performance et critères de management par la valeur (Lordon, 2000).

Cependant, au-delà des changements profonds que soulève cette « révolution de structure » des marchés financiers, la question se pose de savoir si la recherche systématique de la « création de valeur » par les entreprises n'introduit pas des changements qualitatifs décisifs au niveau de l'organisation et la distribution du pouvoir économique de gestion et de développement de la production. En effet, l'obligation de résultat en termes de « création de valeur » à laquelle sont tenues les entreprises vis-à-vis des actionnaires, peut se comprendre doublement : comme dispositif de pouvoir relié aux seules capacités de pression de la structure actionnariale, mais également comme la manifestation d'une nouvelle norme de fonctionnement des entreprises dont la stratégie et les choix productifs sont accordés sous forme d'engagement inédit quant à la capacité innovatrice de leurs dirigeants et, par

extension, de tous les collectifs de travail qui soutiennent cette capacité. Il ressort que l'entreprise devient l'entité pertinente du point de vue de la mise en valeur de ces ressources et compétences selon un processus complet et dynamique de création de valeur.

La création de valeur est attachée à l'avantage concurrentiel comme la valeur d'une entreprise dépend de ce qu'elle est capable de générer pour ces clients. La stratégie s'écrit dans une logique contingente d'adaptation des capacités organisationnelles de l'entreprise à son environnement. Le fondement est celui qui dit que les organisations amplifient leurs revenus lorsqu'elles savent utiliser les opportunités de l'environnement et contrôler les menaces. La performance est expliquée par celle du secteur d'activité, et la profitabilité de ce dernier est expliquée par les forces structurelles du champ concurrentiel. La valeur actionnariale est basée sur l'idée que l'avantage concurrentiel doit se traduire par une création de rendements supérieurs aux coûts des capitaux investis. Dès lors, l'objectif n'est pas la maximisation de la richesse des actionnaires pour elle-même, mais le développement pérenne. La proposition est alors inversée, ce n'est pas la maximisation de la valeur créée qui assure le développement à long terme, mais bien la pérennité qui est un gage de la maximisation de la richesse des actionnaires (Prahalad, 1994). L'intérêt porté à l'actionnaire existe toujours, mais d'une manière différente.

1.2. La création de valeur stratégique

Pour assurer son développement à long terme, l'entreprise doit en permanence rassembler les ressources clés à la base de sa compétitivité (Pfeffer et Salancik, 1978), qui sont à la disposition des parties prenantes. L'entreprise doit offrir aux partenaires une contrepartie compétitive, compte tenu des conditions concurrentielles sur les marchés des ressources concernées, afin d'attirer et retenir les ressources nécessaires à sa différenciation (selon l'approche de « ressources » ; Arrègle et Quélin, 2000).

L'entreprise ne peut jamais être assimilée à un simple actif financier ou à un nœud de contrats, elle représente avant tout une organisation économique autonome capable de définir les règles qui régissent les relations entre ses partenaires internes et externes.

Cependant, malgré cette évolution, Bompont et Marois (1998), supposent que : « l'actionnaire est plus au centre des préoccupations de l'entreprise : il est celui qui fournit à la société les moyens de se créer et de se développer, et donc logiquement, il doit recevoir en priorité les fruits de cet investissement ». En retenant pour objectif principal la recherche de la maximisation de la valeur des actionnaires, l'entreprise prendra en compte les intérêts des

autres *stakeholders*. Nous élargissons ici le lien entre pilotage stratégique par la valeur et performance plurielle.

Toutefois, et c'est là une limite, l'importance donnée à la valeur financière revient au fait qu'elle remet en totalité la création de valeur aux variations du marché financier.

L'adoption des mesures comptables traditionnelles, comme le Bénéfice Par Action (BPA), PER (Cours/BPA), est aujourd'hui, largement critiquée (Richard, 1996 ; Nabet, 2001). Il est nécessaire de privilégier des mesures plus sophistiquées qui fournissent une meilleure indication de la création de valeur. Les méthodes qui existent s'inscrivent dans un contexte de prédominance de la valeur financière. En effet, selon le recensement de Caby et Hirigoyen, 1997 ; Cherif et Dubreuille, 2005, nous pouvons classer les modèles de la création de valeur en trois : le modèle de cash-flows actualisés ; les modèles de la valeur boursière et les modèles de la création de valeur managériale.

C'est ce qui fait dire à Hoarau et Teller (2001), que le management par la valeur repose sur l'idée qu'une entreprise doit réussir sur deux marchés : le marché des biens à travers l'adoption d'une stratégie économique dans l'objectif du positionnement sur le marché de produits, et le marché financier à travers l'adoption d'une stratégie financière dans l'objectif de la maximisation de la valeur actionnariale.

La démarche du management par la valeur consiste à lier l'approche de la valeur actionnariale et l'avantage concurrentiel. Rappaport (1992) a défini une démarche stratégique où ces deux approches sont supposées interdépendantes et complémentaires.

Les entreprises augmentent leurs profits lorsqu'elles savent mettre en œuvre des stratégies qui leur permettent d'exploiter les opportunités de l'environnement et neutraliser les menaces des concurrents. La performance est alors expliquée par celle du *secteur* ou du *segment de production* plutôt que par des facteurs internes. Les forces structurelles du champ concurrentiel (Porter, 1999) expliquent le niveau de profitabilité d'une industrie, son attractivité et, finalement, son organisation. Dans ce contexte, l'avantage concurrentiel naît de la capacité d'occuper un segment stratégique, soit par différenciation du produit, soit par la diminution des coûts de production dans un univers statique où les technologies et préférences sont des données évolutives, mais toujours exogènes. L'articulation entre valeur actionnariale et avantage concurrentiel permet d'une part de construire des modèles de création de valeur qui concrétisent la réflexion théorique engagée sur les liens entre la stratégie et la finance ; et d'autre part, d'identifier, à partir de ces modèles, les leviers de la création de valeur afin de

fonder les éléments clés d'une stratégie cohérente destinée à créer de la valeur pour les actionnaires.

La création de valeur ne définit pas des stratégies en tant que telles, mais des leviers financiers pour la mise en œuvre d'une stratégie. Elle n'est, de ce fait, qu'un outil de la stratégie et ne peut pas déterminer tous ses aspects. La cohérence des stratégies, dans lesquelles les leviers de création de valeur s'articulent, peut être mesurée et améliorée par rapport à la création de valeur : chaque stratégie devra être mise en œuvre de manière à optimiser la création de valeur en s'appuyant sur les leviers potentiels de valeur et à conduire les actions de l'entreprise dans un sens plus adéquat aux intérêts des actionnaires.

Le management par la valeur s'intéresse en premier à la communication, à travers la mise en place des différents indicateurs de création de valeur, dans l'objectif d'inciter les acteurs à participer à la maximisation de la valeur. Ensuite, il incite l'entreprise à déployer ces indicateurs en interne, afin d'encadrer les décisions des acteurs et lier la rémunération au respect des règles financières exigées. Le déploiement des indicateurs vise à s'intéresser aux critères de base : la rentabilité des capitaux engagés et le coût du capital. Le premier critère dépend des décisions d'investissement et du portefeuille d'actifs, le deuxième dépend de la structure de financement. Hoarau et Teller (2001) soulignent que toute action est conçue pour agir dans le sens de l'amélioration de la rentabilité à travers l'amélioration du taux de marge et l'optimisation des capitaux engagés. Cette logique justifie les choix des entreprises en menant des actions différentes qui semblent dominer la sphère du développement industriel et technologique, et imposer un changement des règles du jeu concurrentiel sur les différents marchés (Plihon et *al.*, 2001). Ces actions se présentent comme des leviers de création de valeur et regroupent les choix suivants :

- *La focalisation sur les métiers de base de l'entreprise (rationalisation de la valeur)*
- *Les opérations de fusions-acquisitions (optimisation de la valeur)*
- *Le pilotage interne de la valeur actionnariale (maximisation de la valeur)*

2. L'approche dynamique du pilotage par la Valeur

Selon la théorie financière, il y a création de valeur lorsque la rentabilité générée par l'entreprise dépasse le coût d'opportunité des bailleurs de fonds. Néanmoins, en raison d'intérêts divergents et en présence d'asymétrie d'informations, les dirigeants peuvent être incités à détruire la valeur pour l'actionnaire et à ne pas exploiter l'intégralité du potentiel de création de valeur à leur disposition. Si nous adoptons cette approche financière de la création

de valeur, l'enjeu essentiel est d'éviter la destruction de valeur ou la sous-exploitation d'un ensemble d'opportunités préexistantes et objectivement connues par tous.

On considère alors l'entreprise comme une organisation composée d'un patrimoine, et une entité assimilée à des actifs financiers.

Cette vision cède de plus en plus le pas à une représentation dite moderne où l'entreprise est conçue comme une *base de savoirs* qui se partagent et se multiplient, et dont la compétitivité repose sur la maîtrise des réseaux d'information et de communication, et une gestion par *projets* et par *processus*. Cette évolution de la conception même de l'entreprise semble remplacer la pratique du management fondée sur la maximisation de la valeur des actions.

Cela n'enlève pas la pertinence des analyses fondamentales proposées par les théories contractuelles, mais montre que les approches traditionnelles sont contingentes, c'est-à-dire que leur acceptabilité est tributaire d'un certain type d'environnement. Les scandales financiers récurrents (Enron, Worldcom, Vivendi, Ahold et Parmalys) illustrent bien la plausibilité des théories contractuelles sous leur aspect disciplinaire pour expliquer la contribution potentielle à une gestion conforme à l'objectif de création de valeur. Cette insuffisance provient en partie du fait que certains cas d'entreprises ne satisfont pas aux critères de la grande firme managériale au capital largement dispersé, telle que définie par Berle et Means (1932). Notons, à ce sujet, que Jensen (1993) lui-même reconnaît implicitement la contingence de ses propres explications en matière de gouvernance en suggérant que son raisonnement s'appliquerait mieux à des entreprises à faible croissance ou en déclin où les coûts d'agence du *free cash-flow* sont élevés.

Cependant, la question demeure de savoir si l'entreprise doit s'accorder aux logiques du marché pour être conformément valorisée, au risque de créer peu de valeur, ou si elle doit régulièrement se positionner de manière à réaliser des combinaisons de ressources que le marché ne peut assurer (Hoarau et Teller, 2001). Si les entreprises performantes peuvent présenter des traits communs, elles ne semblent en réalité obéir à aucun modèle particulier.

Leur performance apparaît comme, et avant tout, idiosyncrasique. Child (1972) a ainsi montré que des organisations présentant des configurations structurelles très différentes peuvent réussir tout aussi bien et qu'il n'existe de ce fait, pas une configuration optimale déterminée en fonction de l'environnement. De même, Friedberg (1993) affirme que « ni la performance optimale, ni même la réussite ne sont aussi impératives, ni aussi étroitement liées à la survie d'une organisation que semblent le penser les analystes de la contingence structurelle. Toutes

les études montrent que coexistent dans un même échantillon d'entreprises des organisations très performantes et d'autres qui survivent à un niveau sub-optimal sans pour autant être éliminées ». La création de valeur et le pilotage stratégique seraient dès lors sans relation systématique, tout au moins sur la base d'occurrences managériales généralisées. Autrement dit, il n'y aurait pas de règles en matière de pilotage stratégique par la valeur.

Il faut admettre qu'aujourd'hui les facteurs qui assuraient le succès auparavant ne garantissent plus la réussite de demain. L'exemple, devenu aujourd'hui célèbre, de l'évolution de la position concurrentielle des entreprises citées dans le *best-seller* de Peters et Waterman (1983), est révélateur : parmi la quarantaine d'entreprises citées comme modèles, seules 1/3 d'entre elles ont su conserver leur position et plus de la moitié ont aujourd'hui une position affaiblie ou se trouvent même en difficulté. Aucune entreprise, aussi importante soit-elle, ne semble alors pouvoir échapper à de profondes et fréquentes transformations. En conséquence, l'accent est de plus en plus mis sur le développement d'une plate-forme stratégique, qui leur permette de réagir, quelles que soient les circonstances. Réagir à l'imprévu, être flexible et savoir s'adapter rapidement, et au moindre coût, comme pour le cas des alliances stratégiques, sont devenus les exigences primordiales pour pouvoir concourir. A cette fin, les entreprises doivent prendre en compte de plus en plus de paramètres pour prendre leurs décisions dans un laps de temps de plus en plus réduit. Le jeu concurrentiel apparaît, en conséquence, basé beaucoup plus sur le temps et le maintien d'une avance temporelle en terme de position concurrentielle (sortie de produits innovants, amélioration du niveau de service ou de la qualité des produits, avancées marketing, etc.) que de paramètres strictement financiers. Au demeurant, dans une telle dynamique concurrentielle, la création de valeur repose de plus en plus sur des *éléments immatériels* (R&D, formation, publicité, méthode d'organisation, etc.).

Le processus (projet) de création de valeur coordonne les activités de manière à créer un environnement susceptible de faire émerger des processus innovateurs, de développer de nouvelles compétences et de valoriser des opportunités internes et externes.

Deux points essentiels doivent être abordés : présenter la nouvelle conception de la valeur créée selon un processus complet (2.1), pour construire, ensuite, un modèle de processus, à travers l'identification opérationnelle et stratégique de la valeur (2.2).

2.1. La création de valeur comme processus

On a vu que l'une des conceptions répandues de l'expression « création de valeur » est celle de la création de richesses pour les actionnaires (Charreaux et Desbrières, 1998 ; Albouy, 1999). Cette expression « création de valeur », étant associée à l'idée de *mesure* de la performance, explique que plus, une firme maximise la valeur créée pour ses actionnaires, plus sa valeur est élevée. La préoccupation large dans laquelle cette conception s'inscrit est celle de *l'estimation de la valeur d'une entreprise* par les acteurs d'un marché où les biens échangés sont des capitaux et des entreprises. En analysant cette conception, Jensen (2001) se pose la question de savoir si l'objectif de l'entreprise doit être la maximisation de la valeur de l'entreprise à long terme, le maintien de l'emploi, ou bien la protection de l'environnement (création de valeur institutionnelle). Dans ce sens, il explique que la valeur est créée quand la firme produit des outputs qui seront évalués par les clients plus que la valeur des inputs consommés dans cette production. La valeur de la firme est tout simplement la valeur des flux de bénéfices à long terme. Cependant, il ajoute que l'objectif de l'entreprise devrait être *la recherche de la valeur (value seeking)* au lieu de la maximisation de la valeur, car cette dernière ne dit rien sur la manière dont nous trouvons ou nous établissons les opportunités qui créent plus de valeur. Elle nous montre seulement comment *mesurer* le succès de l'activité.

On peut remarquer que l'utilisation traditionnelle de la notion de « création de valeur », limitée à l'estimation de la valeur d'une entreprise, s'accorde plus à la valeur d'une entreprise qui réside dans ses actifs et dans sa capacité à créer de la valeur pour ses clients, au travers des offres compétitives.

Création de valeur et capacité réelle d'action : vers une vision processuelle

Dans ce sens, l'intégration de la dimension stratégique dans la problématique de l'évaluation conduit à envisager *l'entreprise créatrice de valeur à travers sa capacité réelle d'action* qui prévaut sur les modes de financement. L'entreprise peut dominer par ses compétences les marchés sur lesquels elle intervient. La valorisation sous l'angle de la dynamique stratégique complète les méthodes d'évaluation en cherchant si les décisions stratégiques ont été ou non créatrices d'une valeur supplémentaire. Pour cela, la *vision processuelle* est plus adaptée, car elle permet de passer d'une vision statique de la création de valeur basée sur la mesure de la valeur de l'entreprise, à une vision plus *dynamique*, basée sur *la recherche de la valeur au cours du temps*. Ici, la création de valeur se construit progressivement à partir d'une interprétation de la réalité des acteurs déterminants. Lorsque la notion de création de valeur

est associée aux notions de processus³⁹ ou de projet, elle désigne une certaine manière d'organiser et d'agencer les activités et les actions individuelles, comme les compétences individuelles, pour produire plus de valeur. L'approche par les processus se distingue de l'organisation en métier qui favorise le perfectionnement du savoir-faire technique au sein de l'entreprise. Cette organisation ne répond pas aux attentes de l'entreprise, car elle focalise l'attention des acteurs sur la valeur produite par leur métier, ce qui est loin de contribuer à la valeur finale. Dans un processus, plusieurs métiers sont regroupés pour participer à un résultat unique. La contribution de chaque métier n'est plus valorisée par sa performance intrinsèque, mais par son apport et son intégration à la performance totale.

La création de valeur est un effort constant participatif du projet. C'est le projet qui rend le pilotage stratégique soucieux de création de valeur visant un objectif de performance.

2.2. Elaboration du processus de création de valeur

En stratégie d'entreprise, les notions de valeur et de création de valeur sont basées sur le concept de concurrence. L'identification de la valeur de l'entreprise revient à analyser les sources de création interne des avantages compétitifs. Ces sources s'identifient, d'une part, à travers la détermination et le développement des composantes individuelles ou collectives de l'organisation qui contribuent à la création de la compétitivité de l'entreprise et constituent les piliers de la création de valeur (les ressources et compétences clés) ; et d'autre part, à travers l'identification des différentes activités créatrices de valeur, à la base des compétences distinctives, expliquant comment se forme la valeur (2.2.1). Cette analyse est la base de la stratégie concurrentielle de chaque domaine d'activités, et de la stratégie générale de l'entreprise (2.2.2). Cette stratégie peut se définir comme étant la façon dont une entreprise cherche à créer de la valeur grâce à la configuration et la coordination de ses activités, et l'exploitation de ses ressources et compétences. A travers ces deux niveaux importants de création de valeur, il est possible d'identifier la valeur et décrire comment mettre en œuvre des processus de création de valeur au moyen d'une stratégie concurrentielle.

2.2.1. L'identification de la valeur

Le processus de création de valeur permet de réunir entre ressources et création de valeur. Il s'agit de garder les ressources et compétences clés de l'entreprise au bord de son apparence de la valeur et d'étudier les aspects importants qui permettent de trancher leur intérêt stratégique.

³⁹ Le processus désigne un ensemble d'activités, reliées par des flux d'information ou de matière porteuse d'information, selon une logique de finalités, de produit (Lorino, 1997).

La valeur ainsi créée est qualifiée de *substantielle*. Néanmoins, l'analyse du processus de création de valeur en activités, au sein d'une chaîne de valeur, permet de diminuer la complexité, et rend plus pratique l'analyse du rapport direct entre ressources/valeur, tout en s'attachant à l'importance de la contribution des acteurs dans une logique d'action collective.

2.2.2. Ressources/création de valeur

L'approche par les ressources traduit une approche stratégique par laquelle une organisation a recours à ses ressources internes en vue de soutenir ou d'obtenir un avantage concurrentiel (Wernerfelt, 1984 ; Grant, 1991). C'est l'idée de base de l'approche fondée sur les ressources (*Resource Based View*), selon laquelle une entreprise sera plus performante si elle démontre une capacité supérieure à développer, utiliser et protéger l'ensemble de ses compétences et de ses ressources (Lengnick-Hall et Wolff, 1999). Le dirigeant, par sa clairvoyance, doit engager l'entreprise dans une dynamique lui permettant de maintenir son patrimoine de ressources et de compétences et d'acquérir celles nécessaires à son développement futur. Cette approche d'orientation interne inclut une logique de pensée qui conduit à la réapparition d'un cadre théorique fondé sur l'étude de la valorisation des ressources internes. L'entreprise est un unique confluent de ressources et de capacités hétérogènes qui pilotent les bases de son avantage concurrentiel et de sa rentabilité. Ces ressources peuvent être visualisées comme tangibles (usine, matériels, terrains et ressources naturelles, matières premières, etc.) et, comme intangible (la réputation de l'entreprise, la culture, les marques déposées, les droits de progiciels, les réseaux personnels et organisationnels).

Barney (1991) montre que les ressources des firmes sont gérées et utilisées de manière à concevoir et à mettre en application les stratégies qui améliorent son efficacité. Il distingue les conditions pour qu'une ressource soit à la base d'avantage concurrentiel. Elle doit être :

- (1) de valeur : permettant à l'entreprise de concevoir des stratégies qui améliorent son efficacité et efficacité ;
- (2) rare : appartenant à un groupe sélectionné et ne pas être implantée par un nombre important d'entreprises ;
- (3) imparfaitement imitable : une ressource est imparfaitement imitable selon trois conditions : d'abord, si l'habileté d'une entreprise est fonction des conditions historiques uniques qui peuvent lui donner un savoir-faire ou une tradition difficilement imitable ; ensuite, si le lien entre les ressources et l'avantage concurrentiel soutenu sont d'une ambiguïté causale - autrement dit, quand le lien entre les ressources et l'avantage compétitif soutenu

n'est pas compris par les concurrents ; enfin, la ressource générant l'avantage concurrentiel est socialement complexe ;

(4) non-substituable : c'est une ressource dont les entreprises concurrentes ne peuvent pas disposer de possibilités à copier ou à substituer.

Ainsi, pour Grant (1991), les ressources, prises de façon isolées, constituent rarement des forces productives génératrices de valeur. En fait, créer une compétence nécessite un assemblage de ressources, mais implique également un apprentissage, qui va se faire à travers la répétition et l'expérience. Pour comprendre ce phénomène, l'auteur s'appuie sur les travaux de Nelson et Winter (1982), et plus particulièrement sur le concept de « routines organisationnelles ». Pour ces auteurs, la connaissance engendrée par le processus d'apprentissage réside dans des routines qui peuvent être difficilement codifiées, en raison de leur complexité et de leur dimension tacite. Parmi les compétences, certaines sont perçues par l'entreprise comme fondamentales (*Core competence*), car elles la différencient de façon stratégique (Hamel et Prahalad, 1990). Un seul individu ne peut pas à lui seul posséder une compétence stratégique, dans la mesure où, comme l'indiquent Black et Boal (1994), celle-ci s'inscrit bien souvent dans un réseau de relations entre les différentes ressources possédées par l'entreprise (vision systémique). C'est en fait de la complexité de ce réseau que va dépendre le niveau de la rente générée et le caractère durable de l'avantage concurrentiel.

Néanmoins, cette complexité n'est pas sans entraîner de difficultés dans le repérage des compétences. La compétence ne se résume en aucun cas à la combinaison de ressources à laquelle elle fait appel : il ne suffit pas de disposer des ressources pour pouvoir mettre en œuvre le processus. La compétence est, du fait de son historicité et de sa contextualité, un concept de nature pragmatique et contingente. Elle n'existe qu'en situation. La compétence est de ce fait, fortement liée à l'action et alors aux processus : l'action passée actualisée sous forme d'expérience ; l'action présente qui révèle et valide la compétence et expérimente pour générer des compétences futures ; l'action future actualisée sous forme de projet.

Cependant, l'analyse du rapport ressources/création de valeur, au sein du processus, doit prendre en considération l'aspect temporel. Ce constat conduit évidemment à une vision dynamique des ressources dans leur explication de l'avantage concurrentiel, et de la création de valeur. Dans ce sens, le concept de *capacité dynamique*⁴⁰ (Teece et al., 1997) est *intéressant*. Le terme *dynamique* correspond bien à la capacité du management à renouveler

⁴⁰ La capacité dynamique: c'est la capacité managériale de l'entreprise à intégrer, construire et reconfigurer les compétences internes et externes pour s'adapter au changement de l'environnement

les capacités opérationnelles, pour être en adéquation avec l'environnement changeant. Elle représente également la capacité managériale à améliorer en permanence l'efficacité et l'efficience de la firme : la création de nouveaux processus de production.

Eisenhardt et Martin (2000) précisent les catégories de capacités dynamiques dans un contexte d'hyper-compétition : (1) la capacité d'intégration : management efficace du processus de recherche-développement et de prise de décision ; (2) la capacité d'acquisition : management de l'acquisition de ressources ; (3) la capacité de reconfiguration : gestion dynamique des ressources ; (4) la capacité d'abandon : capacité de renouvellement d'activité.

Dans ce sens, la capacité dynamique constitue la base de dynamique concurrentielle. De ce fait, la compétitivité de l'entreprise est assurée par la combinaison de l'ensemble des compétences et des capacités organisationnelles sur laquelle prennent appui les différentes activités.

2.2.3. Une nouvelle conception de la chaîne de valeur

L'approche des ressources est largement liée à la conception de l'entreprise fondée sur les activités. Les ressources sont un moyen d'exécution, à travers des processus, des activités. Toutes ces activités sont regroupées dans une *chaîne de valeur*, initiée principalement par Porter (1985), et contribuent à positionner l'entreprise en termes de coûts ou créer une base de différenciation. C'est à travers ces activités que les compétences stratégiques et les capacités organisationnelles s'expriment. Comme ces ressources et compétences sont nécessairement créées au sein de processus, nous remonterons la chaîne de création de valeur pour identifier l'ensemble des processus concernés. Le concept de « chaîne de valeur » a considérablement évolué. Utilisé par des chercheurs en management de premier plan, il est devenu la pièce maîtresse de nouvelles approches de l'avantage concurrentiel.

A l'origine, la chaîne de valeur est parmi les premières approches qui ont présenté une perception de l'entreprise à travers ses activités importantes d'un point de vue stratégique et leur impact sur les coûts et la valeur. Elle était définie comme l'ensemble des opérations séquentielles utilisées par une entreprise pour effectuer la transformation physique de ses matières premières en produits finis. Elle décrit l'entreprise comme une série d'activités comportant une valeur ajoutée tout en intégrant les acteurs externes pour mieux comprendre et créer l'avantage concurrentiel qui provient d'une maîtrise supérieure d'une ou plusieurs activités ou d'une meilleure efficacité pour générer les relations entre elles.

Toutefois, cette approche générique de la chaîne de valeur, ne prend pas en compte certaines activités qui peuvent jouer un rôle important dans la compétitivité de l'entreprise : c'est le cas des activités immatérielles. Un avantage concurrentiel réellement maintenable provient des compétences, du savoir-faire, des capacités d'innovation que les concurrents ne peuvent dupliquer ou dépasser. Ces activités immatérielles et de services représentent aujourd'hui les maillons décisifs des chaînes de valeur de la plupart des entreprises. Même au sein des activités industrielles, la plupart des processus qui produisent de la valeur dérivent des activités de services à base du savoir. En conséquence, l'entreprise qui s'appuie plus sur les capacités particulières, sur les activités de service ou de savoir de la chaîne de valeur qui leur procurent une avance concurrentielle et un flux à long terme de nouveaux produits, peut-être plus performante que les concurrents et créer plus de valeur. Les compétences clés et les activités immatérielles offrent de ce fait une base cohérente à l'entreprise pour définir une concentration, en éliminant les activités où l'entreprise ne pas être dominantes ou en recourant à des contrats et alliances avec des partenaires, tout en assurant une flexibilité à long terme. Ces activités, une fois déterminées et maîtrisées, constituent la base pour identifier une stratégie cohérente.

La démarche consiste à répertorier les actifs immatériels au sein de stades importants de la chaîne de valeur, et à trouver les instruments de mesure significatifs pour déterminer leur valeur tout en tenant compte des cash-flows et coûts directs associés à ces ressources.

Cependant, ici, se pose le problème de leur identification et l'appréciation de leur importance. Afin de prendre ces aspects en compte, les recherches utilisent l'expression de chaîne de valeur de manière plus large et la considèrent comme *l'ensemble des processus* grâce auxquels une multitude d'acteurs travaillent en commun pour innover en continu et créer de la valeur.

Le système de création de valeur, reposant sur l'articulation complexe d'activités en ensemble de processus, correspond à un enrichissement du concept de « chaîne de valeur » de Porter, adapté sur les organisations industrielles traditionnelles et s'intéressant essentiellement à la chaîne de valeur physique. La chaîne de valeur est désormais plus complexe et plus diversifiée pour obéir à un modèle d'activités unique, séquentiel. La valeur se crée par agencement d'une multiplicité de processus. De plus, la création de valeur réside moins dans la détention d'activités physiques que dans tout un support immatériel susceptible d'améliorer cette chaîne de valeur que nous considérons comme une « chaîne de valeur physique » par opposition à une *chaîne de valeur virtuelle*. Celle-ci repose sur une trame informationnelle construite à partir d'informations collectées durant les étapes de la chaîne de valeur physique.

Ces informations ne constituent pas en elles-mêmes une source de valeur, mais un élément de soutien au processus d'adjonction de valeur. La chaîne de valeur virtuelle permet une mise en correspondance directe entre l'environnement, les différents acteurs et la chaîne de valeur physique. Les entreprises ne se contentent pas d'ajouter de la valeur, de plus en plus, elles la réinventent.

- ***L'analyse stratégique du processus de création de valeur***

Lorsque l'entreprise identifie le niveau de valeur qu'elle va obtenir au sein du processus de création de valeur envisagé, notamment en analysant ses ressources et compétences et sa configuration d'activités, elle doit sélectionner ceux des processus qui seront qualifiés de stratégiques. Ici, l'analyse de processus rejoint l'analyse stratégique. Le processus d'analyse stratégique consiste à identifier, évaluer et comparer les forces et faiblesses des décisions stratégiques par rapport à celles des concurrents ; à analyser les évolutions probables de l'environnement pour y déceler des conditions propices ou défavorables à l'action. Sont stratégiques les processus qui modifient les conditions d'insertion de la firme dans son environnement et qui lui procurent des avantages concurrentiels solides. L'analyse préalable permet de mettre en évidence les grandes problématiques de création de valeur de l'entreprise.

Cette analyse s'accompagne d'un diagnostic des processus clefs de la création de valeur dans l'entreprise. L'intérêt majeur est d'identifier des hypothèses d'amélioration rapide de la valeur de l'entreprise (réorientation stratégique, cessions ou acquisitions d'activités, politique financière...), sa protection et son exploitation.

- ***L'analyse concurrentielle***

Une des responsabilités fondamentales des dirigeants est de prendre des décisions et de choisir des stratégies qui créeront de la valeur pour l'entreprise. La démarche stratégique privilégie le fil conducteur de la concurrence avec celui de la valeur. En stratégie d'entreprise, les notions de valeur et de création de valeur sont fondées sur le concept d'avantage concurrentiel. L'étude de l'entreprise avec son environnement inclut tout un cycle d'analyse pour éclairer la démarche poursuivie afin d'atteindre l'objectif de création de valeur. Cette démarche commence de la segmentation de l'entreprise en domaine d'activités stratégiques autonomes, pour arriver à la fin, à la traduction des choix concurrentiels tirés de l'environnement, à une valeur. La concurrence s'exerce, en premier lieu, au niveau des activités qui doivent justifier leur intérêt aux yeux des clients. La richesse créée par les activités permet tout d'abord à l'entreprise d'assurer leur existence et leur déploiement. Cette

richesse permet ensuite de légitimer l'entreprise auprès de ses investisseurs. Cet enchaînement retient l'hypothèse des choix concurrentiels modelés par le marché qui se traduisent finalement dans la valeur de l'entreprise.

Nous adoptons une perspective concurrentielle, en nous focalisant sur la recherche de l'avantage concurrentiel qui est une condition de succès de l'entreprise et une source de clients potentiels. La notion d'avantage concurrentiel est au centre de la réflexion stratégique.

Elle est à la base des travaux fondateurs de la stratégie qui s'intéressent aux compétences distinctives de l'entreprise qui lui permettent de profiter d'une position avantageuse par rapport aux concurrents, sur certains *facteurs clés de succès* caractérisant l'environnement.

L'avantage concurrentiel est, de ce fait, associé à la création d'une situation de concurrence imparfaite qui procure à l'entreprise une rente et lui permet de créer de la valeur et des profits supérieurs à la normale en occupant une position dominante dans son environnement. Plusieurs travaux sont à l'origine du concept d'avantage concurrentiel. Initié par Chamberlain (1933), Selznick (1957), le concept a connu des développements importants avec les travaux de Porter et la théorie contingente, et récemment avec l'approche de ressources. Williamson (1999) présente deux perspectives expliquant l'avantage concurrentiel : *Strategizing* et *Economizing*.

Dans la première, l'approche de « *Strategizing* », la valeur générée par la firme est une rente de monopole qui matérialise le pouvoir du marché de la firme sur un segment. Le mécanisme de création de valeur permet de limiter la concurrence en opérant dans le cadre de la structure de l'industrie. Fondée sur les travaux de Porter, la firme doit faire face aux cinq forces structurelles qui découlent sur la concurrence dans un secteur donné. Porter propose trois stratégies génériques qui donnent la possibilité à la firme de créer et maintenir l'avantage concurrentiel : ce qu'on appelle stratégie de différenciation, stratégie de domination par coût et stratégie de focalisation. A la suite de ces perspectives, Porter (1985) propose le concept de chaîne de valeur, permettant de créer et de maintenir l'avantage concurrentiel au niveau de chaque activité de base. Il précise que la stratégie concurrentielle est un choix délibéré d'un ensemble distinct d'activités susceptibles de procurer un mix unique de valeur. Porter (1991) affirme que cette stratégie se base sur une position stratégique spécifique, dont l'objet est de déterminer les raisons explicatives de succès de l'entreprise.

Une approche alternative de la création de l'avantage concurrentiel, présentée par d'autres travaux, est appelée l'approche d'*Economizing*. Basée sur les travaux de la théorie de ressources, la valeur créée dépend de l'efficacité interne de l'entreprise à manager ses

ressources à travers le développement et l'exploitation efficace des actifs stratégiques. Cette approche ne propose pas une typologie d'avantages concurrentiels, mais se base sur la création même de l'avantage et de la valeur de l'entreprise. Elle complète l'analyse de la chaîne de valeur proposée par l'approche précédente, mais en s'intéressant aux principaux mécanismes permettant la création de valeur.

Dans les deux perspectives, l'avantage concurrentiel était analysé selon trois éléments essentiels : sa nature, sa taille et enfin sa soutenabilité. Les deux premiers critères influencent directement la valeur créée par l'entreprise. Le dernier a un impact sur l'évolution et la protection de la valeur au cours du temps face aux attaques des concurrents. Il peut être analysé d'une part, par l'existence d'un écart de capacités ou de ressources entre l'entreprise et ses concurrents et d'autre part, par une perception des différences par le consommateur. Cependant, l'hypothèse de la création d'un avantage concurrentiel soutenable peut être discutée, car il est difficile d'écarter l'avantage concurrentiel comme source principale du succès stratégique. Il est plus conforme de parler de stabilité au cours du temps. L'avantage concurrentiel ne peut être discontinu et la dynamique permanente de l'entreprise érode constamment les avantages acquis.

- ***La protection de la valeur***

Une fois, les activités, les ressources et les compétences identifiées, l'entreprise doit penser à défendre la valeur générée. La protection de la valeur renvoie au développement des différentes démarches qui permettent de protéger la valeur créée des attaques de concurrents sans modifier fondamentalement le processus de création de valeur. Selon Jokung-Nguéna et *al.* (2001), deux démarches sont proposées : investir dans l'ambiguïté causale et dissuader les concurrents d'agir.

- L'ambiguïté causale est un moyen pour développer des avantages concurrentiels tout en protégeant le processus de création de valeur de façon à le rendre non-substituable ou accessible qu'il soit rare et difficile à imiter par les concurrents. L'entreprise essaye alors de conserver une certaine ambiguïté qui la protège ou retarde la destruction de son processus de création de valeur.

L'entreprise peut agir sur ses activités fondamentales de création de valeur, sur ses routines organisationnelles complexes et tacites. Dans ce cas, il est important de définir ce qui fonde parfaitement le processus de création de valeur, de déterminer les importantes activités impliquées dans le processus, et d'identifier, au sein de ces activités, les mécanismes de

création sur lesquels repose cette supériorité. Cette démarche permet d'estimer le degré de complexité du processus de création de valeur, bien que cette complexité puisse poser des problèmes de gestion et de coût qui peuvent dépasser les avantages attendus. Cependant, l'entreprise peut protéger son processus de création de valeur en profitant d'une grande intelligibilité du processus. Cela peut provenir des ressources ou des compétences mobilisées. Les éléments intangibles jouent un rôle important dans la création de valeur, mais s'ils ne sont pas entretenus, ils peuvent perdre leur valeur suite à un phénomène *d'érosion*. Cela peut s'expliquer par plusieurs raisons : les technologies évoluent et changent, les savoir-faire se diffusent aux concurrents, les clients oublient la valeur d'une image de marque... De ce fait, l'entreprise doit investir constamment dans ces éléments intangibles pour lutter contre ce phénomène d'érosion (Albouy, 2003). Pour cela, l'identification de ces éléments clés constitue l'étape la plus cruciale.

- L'entreprise peut agir contre la tentative des concurrents à attaquer sa configuration de valeur, à travers ses actions et les signaux qu'elle émet. Ces signaux prennent la forme d'investissements irréversibles et d'actions concurrentielles. L'objectif étant de diminuer l'incertitude relative à l'appréciation de la réaction des concurrents. Cette appréciation est fonction de trois dimensions : (i) la prise de conscience par les concurrents des actions et de leurs conséquences qui dépendent en grande partie des relations entre concurrents (par le contact) sur les produits/marchés ; (ii) leur motivation d'agir ; (iii) leur capacité à agir.

- ***L'exploitation de la valeur***

L'entreprise doit tirer profit de toutes les activités, les ressources et compétences, et retirer le maximum de valeur. Il s'agit de concrétiser dans le temps et l'espace la valeur créée de ces ressources. Néanmoins, puisqu'il n'y a pas de marché pour les échanger, ni une estimation facile de leur valeur, quelques acteurs essayent de s'approprier une partie de la valeur dégagée en faisant preuve d'un comportement opportuniste. Selon Ghemawat (1991), ce risque d'appropriation prend la forme de : *hold-up* et le *slack*.

Le phénomène du *hold-up* (quasi-rente) se produit lorsque l'utilisation et le développement de certaines activités ou ressources clés de l'entreprise dépendent d'autres entreprises ou partenaires, difficilement contrôlables et se traduit par une diminution de la part de la valeur qui revient à l'entreprise qui l'a créée. Nous pensons que c'est le cas des alliances stratégiques. Le propriétaire des activités, ressources ou compétences co-spécialisées peut s'octroyer une partie de la valeur provenant des activités stratégiques de l'entreprise diminuant

ainsi les revenus que l'entreprise peut s'approprier. Le niveau du *hold-up* est lié à : des dispositions contractuelles, du degré de dépendance entre les activités, des normes existant dans l'industrie et du processus de négociation et de la menace qui s'installe entre les deux parties.

L'appropriation de la valeur dépend d'abord de la nature des transactions qui joue un rôle important pour limiter et contrôler le *hold-up*. L'organisation interne de la relation (par l'intégration verticale par exemple), bien qu'ayant des coûts de structure, peut être aussi efficace qu'une relation commerciale. Elle dépend aussi du degré de spécificité des actifs stratégiques de l'entreprise, et si ces actifs sont collectifs et partagés par plusieurs acteurs.

3. Aspects théoriques des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions

Ce point a pour objectif d'établir un cadre théorique qui nous permettra de poser nos hypothèses de recherche. Aussi, nous allons, dans un premier temps, exposer les théories qui tendent à justifier l'intérêt pour une entreprise de s'engager dans la conclusion d'alliances stratégiques ou dans une opération de fusion-acquisition (3.1), puis nous examinerons, dans un deuxième temps, les études qui se sont attachées à mesurer la création de richesse pour les actionnaires, générée par les opérations d'alliances stratégiques ou de fusion-acquisition (3.2). Une littérature très abondante traite des opérations de fusion-acquisition contrairement aux alliances stratégiques. Parmi cette littérature, nous distinguons les études qui analysent les déterminants des opérations de rapprochement et les études traitant de la création de richesse pour les actionnaires.

3.1. Les aspects théoriques à l'origine des opérations d'alliances stratégiques et de fusions-acquisitions

L'intérêt théorique de s'engager dans une opération d'alliance stratégique ou d'une fusion-acquisition peut s'expliquer au travers de la recherche de synergies (3.1.1), de l'augmentation du pouvoir de marché (3.1.2) et des motivations d'ordre comportemental (3.1.3).

3.1.1. La recherche de synergies

Le concept de synergie correspond à « *la création de valeur supplémentaire obtenue grâce au regroupement des entreprises concernées et qui n'aurait pas été obtenue sans la mise en œuvre effective de ce regroupement* »⁴¹. Ainsi, la réalisation de synergies serait l'une des justifications de la volonté des dirigeants d'une société, de s'engager dans une opération de

⁴¹ Husson B., *La prise de contrôle des entreprises*, Presses Universitaires de France, 1987.

fusion-acquisition ou une alliance stratégique. C'est la thèse défendue par Bradley, Desai et Kim (1988)⁴², pour le cas de F&A, pour justifier les rendements positifs générés par les titres des entreprises, initiatrices et cibles, concernées par une opération de fusion-acquisition. En effet, Bradley, Desai et Kim indiquent que les marchés financiers anticipent les synergies qui se dégageront d'une opération de fusion-acquisition.

On distingue généralement trois types de synergies : les synergies opérationnelles, les synergies financières et les synergies managériales.

3.1.1.1. Les synergies opérationnelles

Les synergies opérationnelles représentent les gains engendrés par le rapprochement de deux entités et qui n'auraient pu être générés par ces entités de manière individuelle. La synergie opérationnelle la plus souvent évoquée comme motif à une opération de fusion-acquisition ou d'une alliance stratégique est la synergie de coût et plus particulièrement celle liée aux économies d'échelle.

En effet, et comme nous l'avons présenté dans le premier chapitre concernant les opérations de croissance horizontale, la recherche de la taille critique, par exemple, fait partie des volontés stratégiques les plus souvent recherchées dans une telle opération. Dans l'industrie pharmaceutique, par exemple, nous admettons couramment que les entreprises doivent réaliser un chiffre d'affaires d'au moins 2 milliards de dollars pour pouvoir supporter les budgets de recherche-développement nécessaires. Cette situation est également présente dans d'autres secteurs d'activité comme les télécommunications, l'agrochimie, la construction électrique ou les pneumatiques⁴³. La course au gigantisme devient donc une nécessité pour les entreprises qui ont d'importants coûts fixes à supporter qu'il s'agisse des budgets de recherche-développement ou des immobilisations très coûteuses.

3.1.1.2. Les synergies financières

La notion de synergie financière trouve un large débat dans la communauté financière. En effet, selon la théorie des marchés efficients, il ne peut exister de synergies financières. Ainsi, la diversification financière ne crée pas de valeur puisqu'elle ne génère pas directement de

⁴² Bradley M., Desai A., Kim E., « Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders and acquiring firms », *Journal of Financial Economics*, n°20, 1988, pp.3-40.

⁴³ Meier O., Schier G., *Fusions-acquisitions*, Dunod, Paris, janvier 2003, p.32.

flux supplémentaires et qu'elle n'a pas d'influence sur l'exigence de rentabilité des investisseurs⁴⁴.

Si l'existence de synergies financières au sens strict du terme ne peut être retenue, il convient tout de même de souligner que les opérations de fusion-acquisition et d'alliances stratégiques permettent, dans le cas d'une diversification d'activité et donc d'une diminution du risque, de réduire le coût du capital. Par ailleurs une opération de fusion-acquisition peut conduire la société initiatrice à profiter d'une capacité d'endettement non utilisée par la société cible et donc d'un effet de levier financier non exploité. Enfin, il peut se dégager des gains significatifs et conséquents à une optimisation fiscale du nouvel ensemble, ce dernier avantage est également profitable pour les opérations des F&A.

3.1.1.3. Les synergies managériales

Les synergies managériales correspondent à l'ensemble des gains issus de la mise en commun des connaissances acquises par chacune des sociétés concernées par l'opération de fusion-acquisition ou d'une alliance stratégique. Ces connaissances peuvent être importantes dans le domaine de la recherche-développement (R&D), mais peut concerner d'autres domaines comme les activités commerciales avec une meilleure appréhension du terrain ou encore la connaissance de certains marchés internationaux.

Les gains conséquents à la mise en œuvre de ces synergies restent cependant très difficiles à évaluer et les résultats obtenus, par les études empiriques menées sous l'angle des gains de productivité générés, divergent. Pour Healy, Palepu et Ruback (1992), il y a une significative amélioration de la productivité après les opérations de fusion-acquisition, alors que pour Porter (1987) les déterminants d'une fusion-acquisition ne se situent pas dans les synergies dégagées par le nouvel ensemble.

3.1.2. L'augmentation du pouvoir de marché

La relation taille-performance trouve depuis très longtemps un large débat tant en économie qu'en stratégie. Le concept de pouvoir de marché qui sacralise cette relation taille/performance apparaît comme l'une des motivations principales aux opérations de fusion-acquisition ou éventuellement d'une alliance stratégique.

⁴⁴ Vernimmen P., *Finance d'entreprise*, Dalloz, 5ème édition, Paris, août 2002.

Selon Mueller (1992), la principale source de l'augmentation du pouvoir de marché serait la réduction du nombre d'acteurs dans le secteur, facilitant ainsi les multiples formes de coopération, réduisant l'intensité de la concurrence que se livrent les acteurs.

Les études empiriques qui ont été menées, sur l'hypothèse d'une augmentation du pouvoir de marché à l'issue d'une opération de fusion-acquisition, semblent rejeter cette hypothèse. C'est ce qu'il ressort des travaux d'Eckbo (1983) qui au travers de son étude comparative des effets collusifs des fusions aux Etats-Unis et au Canada rejette clairement l'hypothèse d'une augmentation du pouvoir de marché. Pour sa part, Halpern (1983) fait référence aux travaux de Stillman (1983) qui conduisent aux mêmes conclusions.

3.1.3. Les motivations d'ordre comportemental

Les motivations d'ordre comportemental qui conduisent certains dirigeants à s'engager dans une opération de fusion-acquisition ou d'une alliance stratégique peuvent être de plusieurs ordres : l'opportunisme managérial, l'augmentation du bien-être des dirigeants et le rôle disciplinaire.

3.1.3.1. L'opportunisme managérial

C'est Roll (1986) qui a en premier formulé l'hypothèse d'opportunisme managérial⁴⁵. Pour cela, il définit l'opportunisme managérial comme « l'excès de confiance et de fierté qui conduit les dirigeants d'une entreprise à surestimer les gains qui se dégageraient d'une opération de fusion-acquisition ». Roll rajoute « *le désir de l'emporter trouble le jugement des dirigeants* » ce que les oblige à payer une prime excessive à l'entreprise cible. Hayward et Hambrick (1997), quant à eux, ont défini trois caractéristiques de l'opportunisme managérial à savoir : le sentiment d'importance des dirigeants mesuré par leur niveau de rémunération, la récente performance de l'entreprise, les éloges des médias à l'égard des dirigeants.

3.1.3.2. L'augmentation du bien-être des dirigeants

L'augmentation du bien-être des dirigeants peut effectivement constituer une motivation, si ce n'est principale tout au moins supplémentaire, à la volonté de s'engager dans une opération de fusion-acquisition ou d'une alliance stratégique. Nous pouvons analyser cette motivation au travers de deux théories : la théorie de l'agence et la théorie de l'enracinement.

⁴⁵ Pour une étude plus approfondie des hypothèses d'opportunisme managérial, nous vous renvoyons à la thèse de Perdreau F. « *Diversification, performance et opportunisme managérial. Le cas des firmes françaises impliquées dans des acquisitions (1991-1997)* », Thèse de doctorat, mention sciences de gestion, Université de Rennes 1, sous la direction du Professeur Jacqueline Langot, 07 janvier 2000.

- **La théorie de l'agence** proposée par Jensen et Meckling (1976), indique que les intérêts des actionnaires et ceux des dirigeants sont divergents. Dans cette logique, Jensen (1986), propose qu'en l'absence de projets à valeurs actuelles nettes positives, les dirigeants utilisent les flux de trésorerie disponible pour faire des acquisitions qui leur procureront du prestige et une meilleure rémunération plutôt que de les verser aux actionnaires.

- **Selon la théorie de l'enracinement** formulée par Shleifer et Vishny (1989), le souhait de s'engager dans une opération de fusion-acquisition correspond à une volonté de « complexification » de l'organisation. En effectuant des investissements spécifiques, les dirigeants opacifient la stratégie de l'entreprise. Ainsi, ils apparaissent comme les seuls capables à pouvoir diriger l'organisation et se rendent indispensables aux yeux des actionnaires. Ils s'assurent, par conséquent, une certaine pérennité dans leur fonction.

3.1.3.3. Le rôle disciplinaire

C'est Martin et McConnell (1991) , qui, les premiers, ont émis l'hypothèse selon laquelle les opérations de fusion-acquisition joueraient un rôle disciplinaire pour les dirigeants des sociétés cibles. Selon cette hypothèse, les sociétés cibles seraient des sociétés qui présenteraient de mauvaises performances. Les gains générés par l'opération de fusion-acquisition correspondraient donc à la mise en place d'une meilleure stratégie. Pour tester cette hypothèse, Martin et McConnell ont observé le taux de rotation des dirigeants des sociétés cibles à l'issue d'un rapprochement.

3.2. Les formes, les objectifs, les avantages et les inconvénients d'une alliance stratégique et d'une fusion-acquisition

Le tableau ci-dessous nous donne un résumé sur les alliances stratégiques et les fusions-acquisitions.

Tableau 10 : Formes, objectifs, avantages et inconvénients

	Fusions/Acquisitions	Alliances stratégiques
Formes	Horizontales ; verticales ; concentriques ; conglomérales	Alliances complémentaires ; alliances de co-intégration et alliances de pseudo-concentration
Objectifs/ Avantages	Augmentation des parts de marché ; prise rapide de position sur des marchés nouveaux ; faible criticité ; marques prestigieuses ; position stratégique	Création d'une structure légère ; interactions au sein de la chaîne de valeur ; partage des ressources ; engagement international moins lourd ; combinaison de ressources complémentaires ; évolution en fusion/ acquisition
Inconvénients	Très fort degré de contrôle exercé par l'acquéreur ; coordinations des politiques ; coûts d'agences ; démarches administratives nombreuses	Asymétrie de l'information ; mise en commun de technologie et de savoir ; absence de pouvoir central unique

Conclusion du chapitre 2

Trois objectifs majeurs sont assignés dans le cadre de ce chapitre :

- mieux définir la création de valeur ;
- énumérer les travaux antérieurs et leurs méthodologies ;
- connaître tous les aspects théoriques à l'origine des opérations d'alliances stratégiques et de fusions-acquisitions.

L'analyse exposée des différents résultats des travaux empiriques sur la performance boursière et la performance réelle, nous permet de dégager la conclusion suivante : bien que les alliances stratégiques et les fusions-acquisitions génèrent des effets positifs selon plusieurs auteurs, leur impact sur la performance financière semble mitigé.

Conclusion de la partie 1

Comme le montre la figure ci-dessous, ce chapitre est orienté principalement vers la création de valeur dans les alliances stratégiques et les fusions-acquisitions :

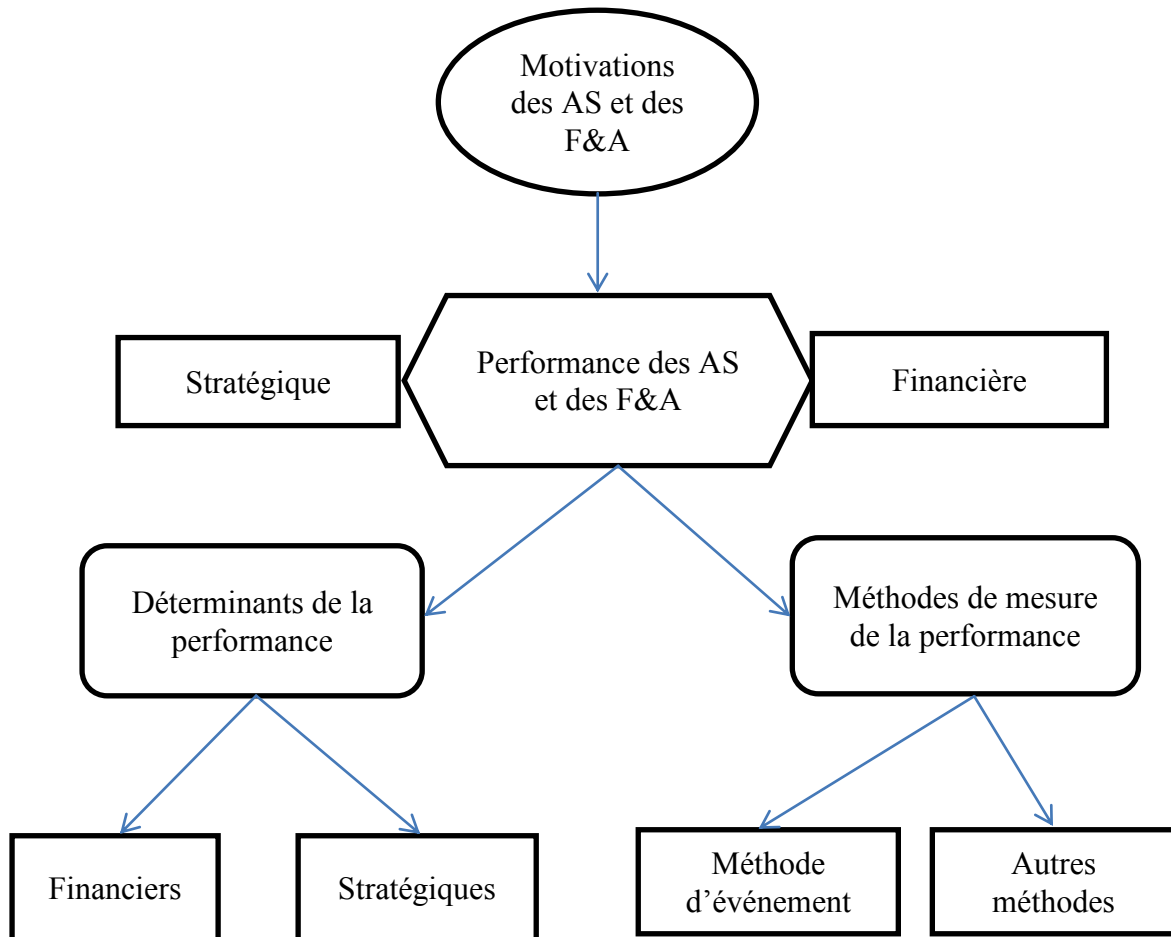


Figure : L'architecture de la première partie

Puisque la motivation principale d'une conclusion d'alliance stratégique ou d'une opération de fusion-acquisition ne correspond pas toujours à un objectif économique, la performance se retrouve par conséquent fortement influencée. Dans la mesure où la valeur créée est positive, nous avons montré que la création de valeur peut être d'origine stratégique ou d'origine financière. Les méthodes de mesure de la création de valeur ont été ensuite exposées afin de mettre en avant les méthodes se basant sur l'étude d'évènement et celles se reposant sur les données comptables/financières et les analyses statistiques.

Lors du deuxième chapitre, nous avons enfin scindé les déterminants de la création de valeur en sources stratégiques et en sources financières.

Cette partie fournit une base opérationnelle des méthodes de mesure et des déterminants de la création de valeur dans le cadre des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions. Ainsi, les deux méthodes de mesure de création de valeur, en l'occurrence la méthode d'événement et la méthode de comparaison des moyennes ainsi que l'estimation des données de panel seront exploitées dans le quatrième chapitre lors de l'étude de notre étude empirique, et les outils de création de valeur seront mobilisés lors de l'analyse d'un échantillon de 75 alliances stratégiques et 85 opérations de fusions-acquisitions.

DEUXIÈME PARTIE

ANALYSE EMPIRIQUE DE LA MESURE DE LA VALEUR FINANCIÈRE CRÉÉE PAR LES ALLIANCES STRATÉGIQUES ET LES FUSIONS-ACQUISITIONS

Introduction de la partie 2

La deuxième partie de notre travail doctoral sera consacrée aux vérifications empiriques de notre modèle de recherche. L'exploration de la littérature nous a permis d'appréhender les différentes dimensions des alliances stratégiques, des fusions-acquisitions et de construire un modèle rendant compte des analyses et des enseignements tirés des théories et des travaux empiriques antérieurs.

Cette deuxième partie comprend deux chapitres. Le premier chapitre sera consacré à la présentation du modèle théorique et de la méthodologie de recherche. Le deuxième chapitre sera, quant à lui, réservé à l'analyse et l'interprétation des résultats obtenus.

DEUXIÈME PARTIE

ANALYSE EMPIRIQUE DE LA MESURE DE LA VALEUR FINANCIÈRE CRÉÉE PAR LES ALLIANCES STRATÉGIQUES ET LES FUSIONS-ACQUISITIONS

Chapitre 3 : **Modèle et méthodologie de la recherche**

Section 1 : Hypothèses de recherche

Section 2 : Définition des variables, épistémologie et design de recherche

Section 2 : Choix méthodologique

Chapitre 4 : Analyse et interprétation des résultats obtenus

Chapitre 3

MODELE ET METHODOLOGIE DE LA RECHERCHE

Le présent chapitre représente la première phase du deuxième volet de notre travail de recherche. Il sera consacré à la présentation des méthodologies théoriques et empiriques adoptées dans l'objectif de répondre à la question suivante :

Dans quelle mesure, les alliances stratégiques et les fusions-acquisitions peuvent-elles créer de la valeur financière dans le court terme et le long terme ?

La première section sera dédiée à la présentation du modèle de recherche qui se traduit par la formulation des hypothèses rendant compte des avancées de la littérature et des travaux empiriques antérieurs. Par la suite, dans la deuxième section nous présenterons les variables de recherche, l'épistémologie et le *design* de recherche.

L'ensemble des hypothèses formulées feront l'objet des vérifications empiriques dont l'architecture méthodologique sera détaillée dans la troisième section.

Section 1 : HYPOTHÈSES DE RECHERCHE

Les travaux qui se sont intéressés à l'étude de la mesure de la création de valeur financière des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions proposent à la fois des études de cas et des études sur échantillons construits sur des entreprises de tailles et de secteurs très divers.

L'objectif poursuivi était de vérifier si le recours à l'alliance stratégique ou à une opération de fusion-acquisition contribue positivement à la performance financière de l'entreprise.

Dans cette section, nous tenterons de développer un modèle de recherche tenant compte de la controverse théorique mise en exergue précédemment et de la contradiction des résultats des travaux empiriques antérieurs.

Nous avons constaté que, dans la théorie, les alliances stratégiques font l'objet d'une controverse, contrairement aux fusions-acquisitions.

La théorie de marché financier et l'approche d'étude d'évènement (Fama, 1969), la théorie des ressources, la théorie des coûts de transaction et la théorie de l'agence, se montrent

hostiles face à la conclusion d'une alliance stratégique par une entreprise. Les auteurs supposent que ce mécanisme n'a aucun impact sur la valeur boursière lors d'une annonce d'une alliance stratégiques à l'inverse de l'annonce d'une fusion-acquisition, (Hubler et Meschi, 2000). Pour ce qui est de la valeur réelle les résultats sont mitigés, à savoir positif, négatif ou neutre.

1. Les courants théoriques face aux alliances stratégiques et les fusions-acquisitions dans la perspective de création de valeur

La mesure de la création de valeur financière des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions présente un objet d'étude à la fois multidisciplinaire et interdisciplinaire. En effet, de nombreuses approches théoriques ont été mobilisées afin d'étudier les deux formes complexe de coopération et, notamment afin d'expliquer les motifs de recours à ces deux options stratégiques. Parmi les théories les plus souvent mobilisées nous pouvons citer :

1.1. La théorie de l'efficience des marchés

La théorie de l'efficience des marchés (Fama, 1965 ; Fama et al., 1969), se focalise sur le marché et les décisions financières. Pour les auteurs de cette théorie, un marché financier est efficace, si et seulement si, « compte tenu des informations disponibles, les cours réels représentent, à tout moment, une très bonne estimation des valeurs intrinsèques (des actifs cotés sur ce marché) » (Fama, 1965, p. 90). Elle forme la base de « la méthodologie de l'étude d'évènement qui définit ainsi la performance d'une entreprise en termes de variations de sa valeur boursière » (Hubler et Meschi, 2000, p. 87). Cette méthodologie est traditionnellement utilisée (plus que la moitié des études empiriques sélectionnées se basent sur celle-ci) pour mesurer la performance des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions : les cours des titres, notamment à l'annonce de ces opérations, devraient intégrer cette nouvelle information et par conséquent, fournir une évaluation de celle-ci. C'est pourquoi le concept de synergie est associé à cette théorie : selon celui-ci, la création de valeur liée à une fusion-acquisition résulte principalement de la réunion des firmes (Meier et Schier, 2009).

Dans le cadre de cette théorie, nous entendons par « synergies », des opérations de rapprochement pouvant conduire à une évolution significative des organisations concernées. C'est souvent des moyens d'unir et de combiner les forces de chaque établissement afin d'obtenir une interaction harmonieuse et produire un avantage concurrentiel. D'après Bradley Desai et Kim, 1988 ; Seth, 1990 et Chatterjee, 1986, les alliances stratégiques et fusions-acquisitions peuvent accroître la valeur en baissant les coûts (opérationnels ou financiers) ou

en augmentant les revenus. Afin de respecter cette affirmation, trois modes de synergies existent, et qui ont été présentés antérieurement (point 3.1.1, de la section 3, du chapitre 2), et peuvent se cumuler selon les objectifs de rapprochement, à savoir les synergies financières, collusives, managériales et opérationnelles.

Nous pouvons compléter la théorie de l'efficience de marché par la théorie du *raider* de Manne (1965) où il définit le marché des actions comme la seule évaluation objective de la performance du management à travers le prix. L'auteur rajoute que lorsque les prix des actions d'une firme deviennent trop bas, alors cela crée une motivation pour des managers incompetents d'en prendre le contrôle.

Une deuxième théorie que nous trouvons nécessaire d'associer à la théorie de l'efficience de marche, est la **théorie du signal**⁴⁶. Cette dernière, lorsqu'elle est appliquée aux entreprises, part du principe que les dirigeants d'une entreprise disposent d'une meilleure information que les actionnaires et les différents partenaires de cette entreprise. Un signal positif, émis par les dirigeants d'une société, peut permettre d'anticiper de meilleures performances futures et engendrer une augmentation du cours de l'action de la valeur de la société et inversement.

1.2. La théorie des coûts de transaction

La théorie des coûts de transaction (TCT) a été créée sur la base d'une alternative entre le marché et la firme afin de témoigner de l'existence de cette dernière (Coase, 1937). Le principal apport à cette démarche, livré par Williamson (1979)⁴⁷, réside dans l'ajout d'une explication des différences de forme (structure des entreprises) et de taille des entreprises (intégration verticale ou horizontale). Il reste toutefois à rendre compte du passage d'une forme ou d'une taille à une autre. C'est-à-dire qu'il reste à théoriser, dans la perspective de la TCT, la croissance de la firme.

⁴⁶ La théorie des signaux est l'ensemble des outils mathématiques qui permet de décrire les signaux émis par une source ou modifiés par un système de traitement. La théorie des signaux trouve de multiples applications aussi bien en matière purement financière que dans celui des entreprises. « <http://www.trader-finance.fr> ». La théorie des signaux se fonde sur le fait que l'information est inégalement partagée ou asymétrique, les dirigeants d'une entreprise disposant notamment d'une information supérieure à celle de ses pourvoyeurs de fonds. Dès lors, une politique de communication efficace est nécessaire : les dirigeants doivent non seulement prendre des décisions justes, mais aussi en convaincre le marché. Pour ce faire, ils ont recours au signal, décision financière porteuse de conséquences financièrement négatives pour son initiateur au cas où ce signal se révélerait erroné. Cette théorie, qui met en évidence l'importance de la crédibilité du signal (d'où la nécessité des sanctions en cas de mensonge), incite à s'interroger sur la perception qu'auront les investisseurs de toute décision financière (et non sur sa seule portée objective). « *Vernimmen.net* ».

⁴⁷ Prix Nobel 2009 : qui est considéré comme le fondateur de la théorie de coût de transaction.

Au sein des études de Williamson, la taille de l'entreprise est prise en compte conformément à deux modes distincts, mais qui sont logiquement emboîtés. Ceux-ci répondent à deux questions de bon sens qui rendent cette approche efficace, depuis l'article de Coase (1937). La première de ces questions est la suivante : « Pourquoi n'existe-t-il pas qu'une seule entreprise ? ». Il s'agit de cerner les processus qui limitent la croissance des entreprises, sans quoi il pourrait y avoir qu'une seule organisation qui produirait et contrôlerait l'ensemble de l'activité économique. La seconde question repose sur une conception normative, et par conséquent éventuellement gestionnaire : « Quelle est la taille idéale de l'entreprise, dans un contexte donné ? ». La logique des transactions constitue, selon Williamson, le principe même régissant les choix d'échange avec les autres parties prenantes.

La première question, portant sur l'existence de la firme, joue dans la pensée williamsonienne, le rôle d'une antithèse à l'intuition de Coase, lequel s'interrogeait : « Si le marché est la forme optimale d'allocations des ressources, pourquoi existe-t-il des firmes ? ». *Les Institutions du capitalisme* (Williamson, 1985) posent la question : « Pourquoi une grande entreprise ne pourrait-elle pas faire tout ce qu'un ensemble de petites entreprises fait, voire faire plus qu'elles ? ». La citation, effectuée sous la forme interro-négative, soutient la thèse défendue par Williamson selon laquelle « une limitation de la croissance de la firme est objectivée par les frontières imposées par la TCT ». Dans cette circonstance, Williamson évoque de multiples arguments, notamment celui de « l'intervention sélective ».

Conformément à ce principe, la hausse vers l'infini de la taille de l'entreprise mènera de façon obligée au changement de mesures sur l'intervention sélective et hiérarchique. A partir d'un certain seuil, les coûts de coordination prendront le pas sur les bénéfices de la fusion-acquisition ou d'une alliance stratégique par exemple. C'est la raison pour laquelle l'intervention sélective entraîne la limite à la croissance de la firme.

La seconde vision de la taille et de la croissance de l'entreprise, à laquelle s'attache Williamson, répond à la question : « Quelle est la taille idéale de l'entreprise, dans un contexte donné ? ». Selon lui, la taille idéale de l'entreprise correspond à la réduction des coûts de transaction, laquelle résulte d'un bon système de gouvernance. La stratégie est d'autant plus pertinente qu'elle conduit à minimiser le *slack* organisationnel, c'est-à-dire lorsqu'elle s'attache à réduire le gaspillage de ressources.

Williamson, en se basant sur deux hypothèses, à savoir, la rationalité limitée et l'opportunisme, identifie la nature de la transaction d'un bien à travers :

La fréquence des transactions : Elle reflète la fréquence des échanges entre les partenaires. Récurrente ou occasionnelle, la fréquence est un élément important pour évaluer l'importance a priori de dissonances dans la relation (Lavastre, 2001). Avec chaque transaction, l'entreprise supporte des coûts. Donc, plus il y a de transactions, plus le coût total du recours au marché augmente.

L'incertitude : Elle se rapporte aux changements environnementaux que l'investisseur ne peut prévoir ou contrôler. L'incertitude peut être classée comme externe ou interne.

Pour le choix du mode d'entrée dans le pays d'accueil, la source majeure d'incertitude externe est le risque d'investissement dans le pays d'accueil (Anderson et Gatingon, 1986). Le risque du pays d'accueil reflète l'incertitude sur la continuité des conditions économiques et politiques pour la survie et la rentabilité des opérations dans ce pays (Agarwal et Ramaswami, 1992). Alors que l'incertitude interne renvoie au risque de comportement opportuniste des partenaires. Ainsi, le contrôle permet de dissuader les partenaires peu scrupuleux de recourir à une appropriation non-autorisée du savoir-faire, de la technologie ou de la propriété intellectuelle détenue par leurs partenaires (Lu et Hébert, 2005).

Les spécificités des actifs : Elles font référence à des investissements durables effectués pour un échange particulier. « *Des actifs spécialisés ne peuvent pas être redéployés sans perte de valeur productive en cas d'interruption ou d'achèvement prématuré des contrats* » (Williamson, 1999, p. 77). La spécificité des actifs conduit à une transformation fondamentale des relations économiques hautement spécifiques quand ils ont de la valeur. Elles se rapportent aussi à la facilité avec laquelle un actif peut être réutilisé sans perte de sa valeur (Williamson, 1975). Une forte dépendance entre les parties de la transaction réduit les possibilités de substitution et peut augmenter la menace des comportements opportunistes. Afin de réduire cette menace, les entreprises vont essayer de prendre le plus grand contrôle sur leur investissement (Lu et Hébert, 2005).

Selon Williamson (1991, p. 292), le recours à un partenariat est favorable lorsque d'une part, les actifs nécessaires ne sont pas « idiosyncratiques » et d'autre part, la fréquence des transactions est faible. De plus, afin d'entrer dans un marché étranger, l'alliance stratégique ou une fusion-acquisition peut être préférable au regard des difficultés de coordination, de contrôle et de management des salariés étrangers.

1.3. La théorie fondée sur les ressources

C'est au milieu des années 1980, conjointement à l'insertion de la TCT au sein du canon de l'économie, que le courant des ressources (CR) apparaît. C'est en réaction au rationalisme « économiciste » que se positionnent les partisans de ce courant, et s'opposent plus particulièrement à la réduction de la stratégie se fondant sur une résistance calculée aux conditions d'environnement.

Le principe de base du CR s'oppose à la perspective micro-économique classique. Il est loin de reposer sur la bonne gestion de la rareté, mais c'est au contraire dans l'excès des ressources que des chercheurs y ont vu la clé de la croissance de la firme.

Nous pouvons considérer que Penrose (1959) est l'un des instigateurs de cette perspective d'analyse. Elle propose, au sein des années 1950, une nouvelle vision de la croissance de la firme évaluée par des ressources indivisibles et non-transférables sur le marché. L'entreprise, dans la conception penrosienne, est alors un espace dissocié du marché, ce qui lui permet de gérer des ressources non-marchandes. La stratégie repose sur une bonne utilisation de ces ressources au moment adéquat. C'est dans cette optique que Chatterjee (1990) montre que le coût des ressources excédentes motive le choix d'intégration d'AS, de F&A ou de l'accès direct sur un marché. En outre, le *slack* organisationnel est loin de n'être qu'un inconvénient, il peut au contraire rendre compte d'une capacité de croissance supérieure de la firme. Cette approche occulte l'avantage pour l'entreprise de pouvoir disposer du surplus organisationnel utilisé pour favoriser sa présence sur des marchés ainsi que pour rechercher des opportunités (Lin et Hui, 1999). Du point de vue du CR, en stratégie, l'environnement n'est pas considéré comme un ensemble de contraintes structurantes ; il s'agit de tenir compte de la maîtrise des ressources comme un outil permettant de positionner l'entreprise dans un certain environnement. Nous pouvons, par conséquent, considérer que l'environnement est une construction de la stratégie.

Cette théorie prédit, en effet, que certains types de ressources contrôlés par les entreprises ont le potentiel de générer une performance supérieure (Ainuddin *et al.*, 2007). Dans une étude menée sur les alliances entre concurrents, (Mitchell *et al.*, 2002) montrent que la nature des ressources apportées par les partenaires détermine le type d'alliance. Dans ce cadre, les entreprises essayent de « *tirer parti des ressources sous-exploitées en les combinant avec des ressources apportées par un partenaire* ». Toutefois, Rumelt (1984) met en garde contre les difficultés liées au transfert des savoirs et des connaissances. Ces difficultés appelées

« mécanismes isolants » (ambiguïté causale, complexité sociale, interconnexion des actifs, etc.) constituent un frein à l'imitation pour les concurrents.

Selon Frooman (1999), tout dirigeant doit savoir comment un acteur peut tenter d'influencer l'entreprise par ses attentes. En effet, les types d'influences des acteurs sont fonction des relations existantes entre l'entreprise et ceux-ci.

Frooman (1999) utilise la dépendance envers la ressource pour effectuer une typologie des relations avec les acteurs en relation avec l'entreprise.

Tableau 11 : Typologie de la relation avec la ressource

(Adaptation de Frooman, 1999, p. 199)

L'entreprise dépend des actionnaires	Les actionnaires dépendent de l'entreprise		
		NON	OUI
	NON	Faible interdépendance	Pouvoir de l'entreprise
	OUI	Pouvoir des actionnaires	Forte interdépendance

L'entreprise et ses actionnaires peuvent être faiblement ou fortement interdépendants. Les niveaux d'interdépendance et de pouvoir vont être des éléments essentiels dans la formulation de la stratégie d'influence (Frooman, 1999). Est-ce que l'entreprise obtient les ressources nécessaires ? Peut-elle les utiliser de façon autonome ?

Les actionnaires pourront exercer une influence directe ou indirecte sur l'entreprise ou exercer leur pouvoir discrétionnaire sur le financement des investissements de l'entreprise (Frooman, 1999). Les actionnaires pourront également décider d'allouer ou non la ressource à l'entreprise (exercice du pouvoir discrétionnaire). Nous pouvons assister par exemple, à un refus d'octroi de crédit par les banques, un refus de financement des actionnaires ou encore un refus des chercheurs d'emploi de travailler pour l'entreprise et un refus d'achat du produit de la part du public (boycott).

L'allocation de la ressource sera conditionnée par une rétribution supérieure à l'apport effectué. Les actionnaires exigeront donc que de la valeur leur soit créée. L'actionnaire peut donc poser ses conditions avant toute mise à disposition de ses ressources. Il peut également

continuer à alimenter l'entreprise, mais cette allocation est assortie de certaines exigences qui conditionneront la continuité du contrat.

Dans une approche par le réseau, Rowley (1997) examine comment les aspects du réseau des PP (partie prenante) de l'organisation impactent le degré de résistance de l'entreprise à celles-ci. Pour Emerson (1962), l'approche par le réseau pour la compréhension du pouvoir au sein de l'organisation est reliée à la TDR (Théorie Des Ressources). La position centrale dans un réseau offre la possibilité de disposer de plus de contrôle et de capacité à accroître la dépendance des autres. Les acteurs en position centrale dans le réseau sont en mesure d'obtenir plus de pouvoir (Brass et Burkhardt, 1993).

Selon Rowley (1997), la densité et la centralité des acteurs dans une organisation permettent de mieux comprendre l'influence qu'ont ceux-ci sur l'organisation. La densité suppose une prise en compte des acteurs du réseau dans leur ensemble. Lorsque la densité du réseau est élevée, nous assistons à plus de communication entre les acteurs du réseau. L'accroissement de cette densité, par une relation de cause à effet, entraîne donc plus de communication entre les acteurs du réseau, ce qui peut conduire à une diffusion de normes et de pratiques de la part de ces individus qui vont développer un modèle d'échanges et d'attentes qui va tendre à s'imposer à l'entreprise. C'est notamment le cas de la densité des actionnaires dans une organisation comme les AS et les F&A. Les actionnaires lorsqu'ils occupent une position centrale dans le réseau relationnel des entreprises pourront exercer plus d'influence sur l'entreprise afin que celle-ci réponde à leurs attentes en termes de création de richesse. La densité accroît donc la pression des acteurs et conduit à une meilleure transparence de l'entreprise (Rowley 1997).

1.4. La théorie de l'agence

La théorie de l'agence repose sur une vision contractualiste de la firme (Fama 1980 ; Jensen et Meckling, 1976 ; Ross, 1973 ; Coase, 1937). Elle conçoit l'entreprise comme un nœud de contrats entre un agent et un principal (Jensen et Meckling, 1976 ; Ross, 1973 ; Berle et Means, 1932).

L'article de Jensen et Meckling peut être considéré comme le premier article d'importance, remettant véritablement en cause le référentiel établi par Modigliani et Miller (1963) pour analyser la politique financière ; nous pouvons même prétendre qu'il constitue un nouveau référentiel.

Cette théorie est considérée comme un paradigme fondamental, dans l'approche contractualiste des organisations, qui est mobilisée pour expliquer la divulgation d'informations sur la création de valeur. Ainsi, cette théorie se fonde sur l'existence de contrat entre deux acteurs en présence (principal et agent). De ce contrat, naissent différents types de conflits qui peuvent conduire à la réduction de la valeur créée pour le principal au profit de l'agent. C'est ainsi que pour justifier de sa coopération dans cette relation où les intérêts sont souvent divergents, le dirigeant (agent) peut divulguer volontairement de l'information sur sa capacité à enrichir le principal.

L'une des motivations des opérations d'AS et des F&A est de permettre d'amoindrir les coûts d'agence par l'exercice d'une influence par les actionnaires sur les dirigeants qui, dans le cas où ils n'agiraient pas dans l'intérêt des actionnaires, pourraient faire l'objet d'une action qui leur serait préjudiciable. Selon Caby et Hirigoyen (2001), si les dirigeants optent pour des objectifs stratégiques qui ne favorisent pas de création de valeur actionnariale, nous assisterons à un conflit d'intérêts qui opposera les dirigeants aux actionnaires, conflit qui ne peut être résolu que par un instrument contraignant : par des pressions, des menaces ou éventuellement par une prise de contrôle externe qui peut conduire à modifier les contrats initiaux ; avec un risque de licenciement pour les dirigeants après l'alliance stratégique ou la fusion. Le marché financier prend donc la forme d'un marché de « contrôle des sociétés » (Jensen et Ruback, 1983). Pour ces chercheurs, les opérations d'alliances ou d'acquisitions mettent en œuvre un processus externe qui régule la relation dirigeant/actionnaire, et peuvent, en disciplinant les dirigeants, être source de création de valeur pour les actionnaires, en particulier les dirigeants des firmes managériales (Grossman et Hart, 1980). Healy et Papelu (1994) indiquent que les acquisitions d'entreprises américaines sous-performantes induiraient un taux de rotation significatif des hauts dirigeants chez les cibles. Martin et McConnell (1991) constatent, quant à eux, que les firmes qui opèrent une acquisition « disciplinaire » sont, pour la plupart, significativement moins performantes avant l'opération que les autres. Il s'agit d'un constat similaire à celui de Wansley et Lane, 1983 ; Hasbrouck, 1985 ; Bartley et Boardman, 1986 ; Chapman et Junor, 1987 ; Palepu, 1986 et Singh, 1975. Ainsi, les entreprises peu performantes qui ont subi une baisse de valeur acquièrent la forme d'une entreprise cible sur le marché.

Par ailleurs, d'après Caby et Hirigoyen (2001), le marché financier peut également, sans qu'une prise de contrôle complète n'intervienne, exercer son rôle disciplinaire. C'est ce qu'on appelle communément le « marché de contrôle partiel », lequel s'avère en fait beaucoup plus

actif que le « marché de contrôle des sociétés ». Ainsi, l'intérêt du contrôle partiel résiderait dans sa capacité potentielle à influencer la politique des entreprises concernées afin d'en améliorer les performances.

Dans le cadre de la théorie de l'agence généralisée, Hill et Jones (1992) considèrent que le système sera dit efficace, s'il permet d'assurer la convergence des intérêts, en résolvant les conflits au moindre coût, et en supposant que la sélection naturelle joue et confère une meilleure capacité de survie. Elle permet d'inclure dans le champ d'analyse, des systèmes de gouvernance, notamment les phénomènes de pouvoir, qui sont, en fin de compte, au centre des théories organisationnelles surtout lorsqu'on se place sous l'angle de la dépendance envers les ressources.

Tableau 12 : Vue d'ensemble de la théorie de l'agence

(Adaptation d'Eisenhardt 1989, p. 59)

Idee clé	La relation principal-agent devrait refléter l'efficacité organisationnelle des coûts de l'information et du risque.
Unité d'analyse	Contrat entre le principal et l'agent.
Hypothèses humaines	Intérêts propres ; rationalité limitée ; aversion pour le risque.
Hypothèses organisationnelles	Conflits partiels d'intérêts entre les acteurs ; Performance comme critère d'efficacité ; Asymétrie informationnelle entre le principal et l'agent.
Hypothèses informationnelles	L'information a un coût.
Problèmes contractuels	Agent (hasard moral et sélection adverse) ; Partage du risque.
Origine du problème	Une relation dans laquelle le principal et l'agent ont partiellement des objectifs et des préférences différents pour le risque (rémunération, réglementation, leadership, dénonciation, intégration verticale, transfert de prix).

Selon Eisenhardt (1989), le contrat est au centre de la relation principal-agent. De la relation contractuelle, explicite ou non, naissent différents types de conflits qui opposent le dirigeant à un ensemble d'acteurs tels que les actionnaires, les créanciers, les pouvoirs publics, les salariés, les concurrents etc.

Sous l'hypothèse de l'utilitarisme des acteurs en présence, chaque acteur craint très souvent une spoliation de ses intérêts. Aussi, si de tels conflits s'accompagnent d'une asymétrie informationnelle, cela conduit à des dysfonctionnements coûteux pour les acteurs impliqués. Trois niveaux de coûts sont cités par Jensen et Meckling (1976) : les coûts de surveillance, les coûts de dédouanement et les coûts résiduels.

- Les coûts de surveillance (« *monitoring costs* ») : coûts supportés par le principal pour limiter le comportement opportuniste de l'agent et les coûts d'incitations (systèmes d'intéressement) engagés par le principal pour orienter le comportement de l'agent ;
- Les coûts de dédouanements (« *bonding expenditures* ») : coûts engagés par l'agent pour mettre le principal en confiance (coût de motivation). Ces coûts résultent de la rédaction par la firme de rapports financiers et de la réalisation d'audits par des experts extérieurs à l'entreprise, etc. L'agent a intérêt à ce que le contrat se poursuive en divulguant de l'information ;
- Les coûts résiduels (« *residual loss* ») : ces coûts s'assimilent à la perte d'utilité subie par le principal par suite d'une divergence d'intérêt avec l'agent, comme le coût subi par le principal suite à une gestion par l'agent défavorable aux intérêts de celui-ci. Ainsi, malgré le contrôle et l'engagement, il subsistera toujours une certaine divergence entre les décisions prises par l'agent et celles qui maximiseraient le bien-être du principal.

Cette recherche s'inscrit dans le cadre de la théorie positive de l'agence (désormais TPA). Selon Eisenhardt (1989, p. 59) « *les chercheurs positivistes s'intéressent à l'identification des situations dans lesquelles le principal et l'agent sont susceptibles d'avoir des objectifs conflictuels et ils décrivent les mécanismes de gouvernance qui peuvent limiter les comportements opportunistes de l'agent* ». Les actionnaires et investisseurs, conscients de l'existence des conflits d'intérêts, tentent de les résoudre par des structures et des modes de contrôle capables d'aligner les intérêts et réduire les coûts d'agence.

Selon Charreaux (1999, p. 3) « *la TPA cherche principalement à comprendre les effets des modifications de l'environnement contractuel et des techniques de surveillance et de dédouanement sur la forme des contrats et la survie des organisations* ».

L'un des premiers objectifs assigné au dirigeant est la création de valeur. « *La préoccupation première des fondateurs de la TPA était d'offrir une grille d'analyse aux managers leur permettant de comprendre l'incidence de la structure organisationnelle sur la performance et d'orienter leurs actions et décisions* » (Charreaux 2000, p.194).

Les conflits potentiels apparaissent également dans l'allocation des ressources et dans le choix des décisions pour une meilleure création de valeur ou encore dans la répartition de la richesse créée (Charreaux 1999). Cependant, selon Charreaux (1999, p. 3), dans la TPA, « *la notion de conflit ne doit pas être prise dans un sens agressif, comme le considèrent trop souvent certaines critiques qui caricaturent la théorie de l'agence. Le fait que les intérêts des acteurs ne coïncident pas dans une relation de coopération ne signifie pas pour autant qu'un des acteurs cherche à exploiter une des autres parties. La TPA est avant tout une théorie de la coopération efficace et non du conflit ; Il n'y a conflit que parce qu'il y a coopération et perspective de gain mutuel* ». Néanmoins, le dirigeant, par ses choix décisionnels, peut mettre en œuvre ses propres préférences qui peuvent s'opposer à la maximisation de la valeur pour le principal (Jensen et Meckling, 1976).

Selon Jensen et Meckling (1976, p. 328), « *les coûts d'agence dépendent aussi des coûts d'évaluation des dirigeants et de leur performance [...]* ». Comment inciter le dirigeant à une meilleure collaboration pour créer de la richesse et comment mesurer son degré de collaboration ?

C'est précisément à ce niveau qu'interviennent les mécanismes de gouvernance, et plus particulièrement ceux qui permettent d'aligner le comportement du dirigeant et les intérêts des actionnaires (Alchian et Demsetz, 1972). En effet, comment s'assurer que les managers créent de la richesse pour les propriétaires ? Bien évidemment, il faut de l'information pour s'en affranchir.

En somme, nous remarquons que les trois courants théoriques précédemment traités considèrent les opérations d'AS et de F&A comme une source de création de valeur. D'après la théorie des coûts de transaction, cette amélioration de la performance repose sur les arbitrages économiques menés par une entreprise et qui sont associés au rapport qui réside entre les coûts des prestations extérieures et celles réalisées en interne. Quant à la théorie

reposant sur les ressources, elle considère que l'AS et la F&A résulte des opportunités des sociétés et du souhait de se positionner dans un certain environnement. Enfin, comme le prônent les théoriciens de l'agence, la création de valeur peut également être le fruit de la discipline managériale imposée par le marché financier.

Aux antipodes de ces considérations, il existe aussi dans la littérature des conceptions qui trouvent que les AS et les F&A sont des opérations qui peuvent jouer un rôle destructeur dans la valeur des firmes. C'est ce que l'on abordera au point suivant.

En résumé, les partisans de la thèse selon laquelle l'AS et la F&A sont créatrices de valeur, notamment grâce à l'optimisation des coûts de transaction (la théorie des coûts de transaction de Williamson), préconisent une alternative entre la firme et le marché pour justifier son existence (Coase, 1937). Cela implique l'intégration des différences de taille et de forme des entreprises et d'expliquer les mécanismes d'articulations et de passage d'une taille ou d'une forme à une autre. A côté des mesures de Williamson et de Coase, la question de l'existence de la firme intervient essentiellement dans la pensée de (Penrose, 1959). Ce dernier propose une conception de la croissance de la firme à partir des ressources non-marchandes et non-transférables sur le marché. Par conséquent, l'entreprise est alors conçue comme « *un espace contre le marché, qui permet d'exploiter des ressources précisément parce qu'elles sont non-marchandes* ». Cette démarche fait appel, évidemment, à des mesures à la fois micro-économiques et environnementales.

A partir des années 80, à la suite des travaux de courant des ressources (**CR**) et en réaction à la thèse de Williamson, le problème de la F&A a été soulevé d'une autre manière. Le courant des ressources mit en avant, spécifiquement, la stratégie de l'entreprise en fonction des ressources qu'elle détient. La stratégie consiste donc à miser sur ces ressources au bon moment. Dans cet esprit, Chatterjee (1990) montre que le coût des ressources en excès explique le choix d'intégration ou de l'entrée directe sur un marché, notamment par le recours aux AS et aux F&A. Par conséquent, l'arbitrage entre le choix du marché est à l'origine de la création de valeur.

Donc, parallèlement à cette conception théorique évoquée ci-dessus, qui attribue à l'AS et à la F&A un avantage de création de valeur, s'est construite une opposition montrant les effets de destruction de valeur engendrés par l'AS et la F&A. En effet, les partisans de la théorie de Williamson, Coase (1937), le courant des ressources et les théoriciens de l'agence, considèrent que la valeur peut être créée selon trois mécanismes principaux :

- Suite aux arbitrages économiques menés par une firme et qui sont liés à un arbitrage entre coûts du recours à des marchés externes ou la réalisation de la même opération en interne (TCT) ;
- La théorie fondée sur les ressources perçoit une AS et une F&A comme la conséquence d'opportunités saisies par une firme et une façon de se positionner dans un certain environnement ;
- Enfin, la création de valeur peut aussi être une résultante de la discipline managériale imposée par le marché financier, comme le préconisent les théoriciens de l'agence.

A l'inverse les opposants à cette conception, en s'appuyant sur des hypothèses telles que celles des *free cash flows*, montrent que la théorie de la création de valeur a des limites qu'on peut synthétiser comme suit :

La théorie avancée par (Jensen, 1986) postule qu'il existe une source de conflits entre les actionnaires et les dirigeants liée à la présence de *free cash flows* élevés dans les firmes à faibles opportunités de croissance. « *Le risque est celui d'une gestion inefficace de cette ressource, qui prend en particulier la forme du surinvestissement et entraîne une destruction de valeur pour les actionnaires* » (Poulain-Rehm, 2005)⁴⁸.

2. Les résultats des travaux empiriques antérieurs

Sur le plan empirique à court terme, les résultats des travaux effectués semblent mitigés.

Certains travaux ont montré l'existence, dans un cas particulier, d'un impact positif des alliances stratégiques sur la performance : Hu et al., 1992 ; Chan et al., 1997 ; Cheng et al., 1998 ; Anand et khanna, 2000.

D'autres études anglo-saxonnes : Mac Connel et Nontell, 1985 ; Finnerty et All, 1986 ; Lee et Wyatt, 1990 ; Koh et Venkatramen, 1991 ; Reuer et Miller, 1997 ; Jacquot et Koehl, 1998 ; Das et Al, 1998, et les études françaises : J. Hubler et P.Meschi, 2000 ; Jacquot et Koehl, 1998, ont montré l'existence d'un impact significatif négatif entre l'annonce d'une alliance stratégique et la valorisation boursière (richesse des actionnaires) dans le court terme.

Par contre, pour les cas des fusions-acquisitions, les études d'évènement réalisées par : Dodd, 1980 ; Travlos, 1987 ; Huang et Walkling, 1987 ; Doukas et Travlos, 1988 ; Jennings et Mazzeo, 1991 ; Markides et Oyon, 1998, et en France par Husson, 1988 ; Charletty- Lepers

⁴⁸ Poulain-Rehm T. (2005), « L'impact de l'affectation du free cash-flow sur la création de valeur actionnariale », *Finance Contrôle Stratégie – Volume 8, n° 4, décembre, 2005, p. 205 – 238.*

et Sassenou, 1994 ; Dumontier et Pécherot, 1998 ; Phélizon, 2001, constatent un certain impact positif sur les fusions nationales et un impact positif plus significatif lorsqu'il s'agit des fusions-acquisitions internationales (Doukas et Travlos, 1988 ; Markides et Oyon, 1998).

Pour ce qui est de la performance à long terme, les travaux de Baum J.A.C. & al., 2000 ; Combs et Ketchen, 1999 ; Lorenzoni G. & Lipparini A., 1999 ; Reuer J. J. & Miller K. D., 1997, ont montré également un impact négatif sur la performance au sens large (à long terme) des alliances stratégiques. C'est notamment le cas pour les travaux sur : le taux de développement de nouveaux produits (Deeds et Hill, 1996), les recettes, la croissance des dépenses en R&D, le nombre des employés en R&D, le nombre des employés non dédiés à la R&D (Baum, Calabrese et Silverman, 2000), le renforcement de la position grâce à la cooptation des membres de l'alliance (Doz & Hamel, 2000), ou encore la longévité de l'alliance (Beamish, 1987).

Pour les fusions-acquisitions les résultats sont mitigés. Nous nous sommes intéressés aux travaux de : Silhan et Howard, 1986 (indicateurs choisis : ROE et le MAPE (Mean absolute percentage error)) ; Karen et Schmidt, 1988 (indicateurs choisis : ROE et ...) ; Morck, Shleifer et Vishny, 1990 (indicateurs choisis : CA et performance boursière) ; Harrison, Hitt, Hoskisson et Ireland, 1991 (indicateurs choisis : la valeur à expliquer ROA et les variables explicatives sont : le capital, la dette, l'intensité en recherche et développement, et les frais généraux, administratifs et de vente) ; Datta, Penches et Narayanan, 1992 (indicateurs choisis : le rendement anormal comme variable à expliquer et le nombre d'offres (une seule ou plusieurs), le type d'opération (fusion ou offre publique), le type de paiement (cash ou par action), le type d'acquisition (conglomérat ou non) et le changement de la réglementation (par exemple la taxe, les lois anti-trust...), comme variables explicatives) ; Bessière, 1999 (indicateur choisi : les rendements anormaux ; Park, 2003 (il définit la stratégie d'acquisition (reliée ou non) comme étant la variable dépendante et la profitabilité industrielle (la moyenne de l'industrie des ROA, ROE et ROI des trois années avant l'opération) et la profitabilité de la firme (la moyenne des trois ROA de la firme) comme étant les variables indépendantes) ; Yook (2004), il a mesuré la performance grâce à l'EVA ; De Young, Hunter et Udell, 2004, ont utilisés les deux ratios ROA et ROE ; Camerlynck, Ooghe et De Langhe, 2005, ont mesuré la performance par la rentabilité nette sur actif total, rentabilité net sur capital, cash-flow sur capital et leurs variables explicatives sont : total actif et nombre de salariés et la croissance des ventes. Autres chercheurs ont choisi les mêmes variables à expliquer (ROA et

ROE), notamment Deng et Elyasiani, 2008 ; Altunbas et Marqués, 2008 ; Deng et Elyasiani, 2008 et Berger, Hasan et Zhou, 2010.

Dans une étude plus ancienne, Bernard et Thomas (1989) ont trouvé que les entreprises annonçant de "bons" résultats comptables réalisent un rendement boursier moyen supérieur de 6 % à celui des entreprises annonçant de "mauvais" résultats comptables. A ce titre, plusieurs études ont montré des liens forts entre les données comptables et la performance financière des entreprises (Peasnell's 1996). En effet, plusieurs auteurs ont mobilisé ou recommandé des indicateurs comptables pour mesurer la performance à long terme des fusions-acquisitions (Harrison, Hitt, Hoskisson et Ireland, 1991 ; Barney, 1988 ; Healy, Palepu et Ruback, 1997...).

Dans le cadre de notre étude, nous avons choisi, pour la mesure de la création de valeur réelle (à long terme), de combiner deux démarches : celle de Harrison, Hitt, Hoskisson et Ireland (1991) et celle de Charmouh (2009) et la méthode de l'étude l'événement, selon Hubler et Meschi (2000), pour la mesure de la création de valeur boursière (à court terme).

La démarche d'Harrison, Hitt, Hoskisson et Ireland (1991), par leurs articles "Synergies and Post-Acquisition Performance : Differences Versus Similarities in Resources Allocations", est fort intéressante dans la mesure où, d'une part, elle résume toutes les recherches antérieures traitant des synergies, et d'autre part, ses auteurs étudient les synergies et la performance post-acquisition lors de l'allocation des ressources dans trois cas : des ressources similaires, des ressources complémentaires et des ressources différentes. Ces auteurs proposent l'hypothèse suivante : la similarité (ou la différence) des allocations entre l'acquéreur et la cible en capital, en administration, en intérêt et en recherche et développement, est liée positivement à la performance post-acquisition. Leur échantillon se compose de 1 100 acquisitions entre 1970 et 1989 et se base sur les régressions linéaires et les corrélations. Les variables explicatives mesurant la similarité sont : le capital, la dette, l'intensité en recherche et développement, et les frais généraux, administratifs et de vente.

Ces variables sont calculées à partir de l'année précédant l'acquisition en faisant la différence entre les valeurs absolues de l'acquéreur et de la cible. En ce qui concerne la variable à expliquer, c'est la somme des deux ROA (de l'acquéreur et de la cible) de l'année précédant l'opération. Cependant, le ROA ajusté de l'industrie de l'année suivant l'opération, fourni par le Standard and Poor's, est considéré comme la variable de contrôle.

Soulignons que comme les auteurs testent les variables avant l'opération, avant de calculer ces indicateurs, ils ont procédé à une intégration des comptes comptables de l'acquéreur et de la cible.

La démarche de Charmouh (2009)⁴⁹, a, quant à elle, comparé des données de l'année de l'opération avec celles de la 3^{ème} année après l'opération, en supposant que la fusion ou l'acquisition soit la seule cause de cette création.

Ce sont les raisons pour lesquelles, nous n'utiliserons dans cette étude que des données comptables pour expliquer l'impact des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions sur la création de valeur financière. A ces raisons, ajoutons que les entreprises de l'échantillon sont cotées, ce que nous permet de faire une analyse sur la performance boursière et la performance réelle.

L'objectif de notre recherche est de vérifier, dans le cadre de cette controverse théorique et dans l'absence d'un consensus empirique, l'impact ou l'influence de la conclusion d'une alliance stratégique ou d'une fusion-acquisition sur la création de valeur financière de l'entreprise.

Nos hypothèses traitent deux volets des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions. La première série de suppositions s'intéresse à évaluer l'impact d'une alliance stratégique ou d'une fusion-acquisition sur la valeur boursière d'une entreprise française cotée sur le marché SBF 250, autrement dit sur la performance financière de l'entreprise à court terme.

La deuxième partie s'attache, quant à elle, au volet de la performance des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions sur le long terme (création de valeur réelle).

Bien que la littérature semble controversée au sujet d'un éventuel effet positif des alliances stratégiques sur la performance boursière de l'entreprise, la tendance reste positive, comme le montre les travaux de : Hu et al., 1992 ; Chan et al., 1997 ; Cheng et al., 1998 ; Anand et khanna, 2000 et Hubler et Meschi, 2000.

3. Justification des variables

Pour les cas des alliances stratégiques : Combs et Ketchen (1999) ont mis en avant le ROA, pour calculer la performance ; Baum, Calabrese et Silverman (2000) ont mesuré la performance à partir des recettes, de la croissance des dépenses en R&D, du nombre des

⁴⁹ Thèse de doctorat Charmouh (2009), "Sources de création de valeur dans les fusions et acquisitions horizontales",

employés en R&D, du nombre des employés non-dédiés pour la R&D ; Dumoulin, Meschi et Uhlig (2000) ont mesuré la performance à partir de la réduction des coûts logistiques, de la réduction de l'actif circulant et de l'augmentation de la rentabilité des actifs de production et de distribution ; et Lorenzoni et Lipparini (1999), quant à eux, ont mis en avant la réduction des coûts de coordination et de production.

Pour les cas des fusions-acquisitions et pour mesurer l'influence du désinvestissement sur la performance de l'entreprise, Perdreau (1998) a eu recours à plusieurs indicateurs comptables comme : ROA, ROE, EBIT, EBITD, ROIC... Quant à Park (2003), il a mis en avant le ROA, ROE et ROI pour calculer la performance précédant les acquisitions reliées et non-reliées. Dans son article de 1973, Stevens reprend 20 indicateurs représentant la liquidité, la solvabilité et le levier pour exposer les caractéristiques des entreprises fusionnées. Dans un autre article, Fee et Thomas (2004) ont utilisé le pourcentage des ventes des entreprises fusionnées et le cash-flow sur le chiffre d'affaires pour mesurer les sources de synergies dans les fusions/acquisitions horizontales.

Vue la multitude des critères de performance et le peu de travaux disponibles pour guider le chercheur dans la sélection d'une mesure appropriée de la performance (Keats 1990), ici, nous ne chercherons pas à répéter ce qui a été dit dans le titre, traitant la mesure de la performance, mais nous voudrions rappeler que le choix de telle ou telle variable n'est pas unanime.

Toutes les méthodes de mesure et d'évaluation ont leurs avantages et leurs inconvénients. Elles ont été défendues par quelques auteurs et critiquées par d'autres.

Ben Amar et al. (2003) remarquent que la manipulation des résultats peut être entreprise dans trois cas : la cible cherche à influencer positivement son prix d'achat et réduire le risque post-acquisition, la cible cherche à contrer une OPA, l'acquéreur cherche à influencer le ratio d'échange. Puisque la rémunération des dirigeants est basée sur le bénéfice comptable, Groff et Wright (1989) et Christie et Zimmerman (1994) trouvent que les dirigeants d'entreprises ayant fait l'objet d'OPA optent pour des pratiques comptables favorisant l'augmentation du résultat. La manipulation des comptes avant ou après une OPA a été confirmée également par Easterwood, 1998 ; Edey et Taylor, 1999 et Erickson et Wang, 1999.

Sachant qu'il n'y a pas un consensus au niveau des mesures de la performance et que les résultats comptables peuvent être manipulés, à l'instar de plusieurs auteurs (Rappaport 1986, Stewart 1991, Feltham et Ohlson 1995, Copeland et al. 1996), notre choix se situe à la frontière entre la création de valeur financière et la création de valeur stratégique en

combinant des indicateurs comptables et des indicateurs boursiers. L'intérêt de ce choix réside dans le fait que, premièrement, les indicateurs boursiers ne sont pas facilement manipulables, deuxièmement, quelques indicateurs peuvent confirmer les résultats des autres, et troisièmement, ces indicateurs qui concernent toutes les performances de l'entreprise sont les plus explicatifs et les plus cohérents, à nos yeux, avec notre étude.

En résumé, pour le choix de nos variables à expliquer et des variables explicatives, nous nous sommes basés sur plusieurs travaux : sur la performance à court terme, par ce qu'on appelle le rendement anormal, avec notamment le travail d'Hubler et Meschi (2000) ; et pour la performance à long terme, avec le travail de recherche d'Harrison, Hitt, Hoskisson et Ireland (1991), où ils ont choisi la valeur à expliquer ROA et les variables explicatives : capital, dette, intensité en recherche et développement, ainsi que les frais généraux, administratifs et de vente pour mesurer la création de valeur financière à long terme.

4. Hypothèses de recherche

En se référant à la théorie de l'efficience de marché associé à la théorie du signal, nous formulons la première supposition suivante pour la mesure de la création de valeur boursière :

H1_a : il existe un lien (impact ou influence) positif entre l'annonce d'une alliance stratégique et la performance boursière (il existe un lien positif entre l'effet d'annonce d'une alliance stratégique et la valeur boursière autrement dit : l'annonce d'une alliance stratégique, sur le marché français, génère des rendements anormaux positifs).

H1_b : il existe un lien positif entre l'annonce d'une fusion-acquisition et la performance boursière ou performance financière à court terme (il existe un lien positif entre l'effet d'annonce d'une fusion-acquisition et la valeur boursière autrement dit : l'annonce d'une fusion-acquisition, sur le marché français, génère des rendements anormaux positifs).

Marge sur le résultat d'exploitation

Vu la difficulté à trouver, dans le détail, tous les produits d'exploitation et toutes les charges d'exploitation, pour toutes les entreprises de notre échantillon, nous avons été contraint de choisir la marge sur le résultat d'exploitation comme variable explicative, car elle est fonction de tous ces produits et charges d'exploitation.

Si la croissance du chiffre d'affaires constitue l'élément essentiel de la performance de l'entreprise, une augmentation plus rapide des charges d'exploitation peut conduire à la réduction de cette performance, voire à sa destruction. Pour comprendre comment les coûts

d'exploitation peuvent être une source de création ou de destruction de valeur, il faut connaître les principaux éléments qui les composent.

Tout d'abord, nous trouvons le coût d'achat de matières premières. Après l'alliance stratégique et la fusion-acquisition, la nouvelle entité acquiert un pouvoir de négociation plus important vis-à-vis de ses fournisseurs. Comme le besoin en matières premières du nouveau groupe est plus élevé après l'alliance ou la fusion, celui-ci, pour réduire ses prix d'achat, peut concentrer ses commandes chez des mêmes fournisseurs en renégociant les anciens contrats « fournisseurs ». Face à des demandes en quantité plus importante, les fournisseurs baissent leurs prix de vente ou accordent des réductions commerciales. Ceci se traduit par une diminution des coûts unitaires d'achat.

Ensuite, nous trouvons les rémunérations des personnels de la production, de la distribution (commerciaux) et de l'administration. Les charges de personnel (rémunération et charges sociales) représentent la part la plus importante, derrière le coût d'achat, dans le coût de revient. Souvent, les opérations de fusions/acquisitions sont accompagnées par des suppressions d'emplois. L'objectif étant d'éliminer les doublons et arrêter l'embauche afin de réaliser des économies d'échelle et réduire le coût unitaire de revient.

On trouve les frais de recherche et développement. Ils sont à la base de la continuité de l'activité. La recherche et développement permet à l'entreprise de renouveler ses domaines d'activités stratégiques et de rester sur le marché. Selon les secteurs économiques, la part du chiffre d'affaires accordée à la R&D est un critère de comparaison de performances. La suppression des doublons et le transfert des compétences sont des sources de création de valeur pour l'entreprise lui permettant d'inventer et d'assurer sa compétitivité.

Enfin, nous trouvons également les frais de marketing comme charges et les subventions d'investissements.

La rationalisation des charges du groupe passe par la maîtrise de ses coûts d'exploitation correspondant à la réalisation d'économies d'échelle et d'envergure, et à l'efficacité du management. Comme le résultat opérationnel est la différence entre le chiffre d'affaires et les charges d'exploitation, son augmentation ne peut être due qu'à un accroissement plus rapide du chiffre d'affaires que des charges d'exploitation, ou bien qu'à une baisse plus rapide de ces dernières que de celle du chiffre d'affaires. Cependant, la meilleure situation est obtenue quand le chiffre d'affaires évolue positivement tandis que les charges régressent en même temps. Ainsi, l'amélioration de l'exploitation, les économies d'échelle (Rappaport, 1986) et

les synergies opérationnelles (Seth 1990) sont des sources de création de valeur dans les alliances stratégiques et les fusions-acquisitions qui ont un impact direct sur le résultat économique de l'entreprise (Perdreau 1998).

Lors de notre analyse, nous comparons cette variable chez les deux groupes d'entreprises de notre échantillon. La réduction de ces coûts (représentée par l'augmentation de la marge sur le résultat d'exploitation) est une source de performance permettant le financement des charges financières et exceptionnelles, et le paiement des impôts. Mais, ce sont la rationalisation et la restructuration efficiente des coûts d'exploitation qui peuvent être une source de création de valeur dans la mesure où l'entreprise dégage assez de valeur ajoutée pour couvrir toutes ses charges et rémunérer ses actionnaires.

H2_a : L'augmentation de la marge sur le résultat d'exploitation a un impact positif sur la performance financière lors d'une alliance stratégique.

H2_b : L'augmentation de la marge sur le résultat d'exploitation a un impact positif sur la performance financière lors d'une fusion-acquisition.

Chiffre d'affaires (sales)

Le chiffre d'affaires est donné par la somme des marchandises et productions vendues. Il est mesuré à partir des ventes réalisées et non pas à partir des encaissements. La croissance est assurée le plus souvent par l'accroissement de la capacité de production. Par conséquent, elle entraîne une augmentation progressive des besoins de financement du cycle d'exploitation et d'investissement. Le CA constitue donc une référence pour l'étude de l'évolution de l'activité de l'entreprise et de sa taille grâce à la conquête de nouveaux clients. L'augmentation du CA peut être due, soit à l'augmentation des quantités vendues, soit à l'augmentation des prix de vente, ou bien les deux en même temps. Cette croissance du CA est calculée comme suit :

$$\text{Variation du CA} = \frac{(\text{CA}_n - \text{CA}_{n-1})}{\text{CA}_{n-1}}$$

La variation du CA est un indicateur largement utilisé dans la mesure de création de valeur. Cependant, nous devons le lier à d'autres indicateurs et il faut le traiter avec précaution, car son augmentation n'est pas toujours un signe d'augmentation du profit. Autrement dit, nous pouvons avoir une augmentation du CA, mais aussi, en même temps, une augmentation des coûts, ce qui annule la création de valeur, voire même peut conduire à sa destruction, si les coûts se traduisent par une augmentation plus importante que celle du CA. Toutefois, dans

notre étude, nous nous intéresserons à la variation du CA pour constater s'il y a une augmentation de la part de marché qui peut être due à la concentration du secteur et au nouveau pouvoir de la nouvelle entité.

Son évolution est le paramètre essentiel de toute analyse financière. En étudiant l'évolution de l'activité de l'entreprise, nous pouvons facilement analyser ses difficultés financières. La base de toute analyse est le chiffre d'affaires. Il représente la part de marché attribuée aux entreprises.

En effet, la maîtrise de la croissance de l'entreprise est la principale source de création de valeur dans les alliances stratégiques et fusions/acquisitions, et son indice est le chiffre d'affaires.

Ceci nous amène à poser les deux hypothèses suivantes :

H3_a : L'augmentation du chiffre d'affaires réalisé à l'étranger a un impact positif sur la performance financière lors d'une alliance stratégique.

H3_b : L'augmentation du chiffre d'affaires réalisé à l'étranger a un impact positif sur la performance financière lors d'une fusion-acquisition.

Chiffre d'affaires à l'étranger (Foreign Sales)

Une fusion ou une acquisition permet d'acquérir un nouveau pouvoir de marché et d'accroître la part de marché de la nouvelle entité (Schweiger et Very, 2003). Une telle opération réduit le nombre de concurrents sur le marché et augmente les barrières à l'entrée (Porter, 1983 ; Mueller, 1992).

En général, l'analyse de la croissance du chiffre d'affaires permet de mettre en avant la stratégie de l'entreprise. Grâce à sa nouvelle position concurrentielle et son nouveau pouvoir de marché, elle est face à trois choix : augmenter le prix de vente de ses produits et accroître sa valeur ajoutée en augmentant la part de marché ; baisser ses prix de vente en augmentant rapidement sa part de marché en volume et en jouant sur la maîtrise de ses coûts pour dégager du bénéfice et améliorer sa position concurrentielle ; ou bien, garder les mêmes prix de vente en cherchant à conquérir d'autres parts de marché pour accroître ses bénéfices et améliorer sa position concurrentielle.

D'où, les deux hypothèses suivantes :

H4_a : L'augmentation des ventes annuelles a un impact positif sur la performance financière lors d'une alliance stratégique.

H4_b : L'augmentation des ventes annuelles a un impact positif sur la performance financière lors d'une fusion-acquisition.

Il est important pour nous de combiner l'hypothèse 3 et l'hypothèse 4, pour bien connaître l'évolution du chiffre d'affaires à l'étranger (FSales) par rapport au chiffre d'affaires total (Sales) :

$$\text{Variation du Sales/FSales} = \frac{(\Delta \text{ CA ext}/\text{CAext})}{(\Delta \text{ CA}/\text{CA})}$$

ou :

$$\text{Variation du Sales/FSales} = \frac{[(\text{CAext } n - \text{CAext } n - 1) / \text{CAext } n - 1]}{[(\text{CA } n - \text{CA } n - 1) / \text{CA } n - 1]}$$

Pour cela, nous formulons les deux hypothèses suivantes :

H5_a : L'augmentation de la variation des ventes réalisées à l'étranger sur le total des ventes a un impact positif sur la performance financière lors d'une alliance stratégique.

H5_b : L'augmentation de la variation des ventes réalisées à l'étranger sur le total des ventes a un impact positif sur la performance financière lors d'une fusion-acquisition.

Le nombre de salariés (N)

Comprenant l'ensemble des rémunérations des personnels de la production, de la distribution (commerciaux) et de l'administration ; les charges de personnel (rémunération et charges sociales) représentent la part la plus importante, derrière le coût d'achat, dans le coût de revient. Souvent, les opérations d'alliances stratégiques, de fusions/acquisitions sont accompagnées par des suppressions d'emplois (économie des coûts). L'objectif étant d'éliminer les doublons et d'arrêter l'embauche afin de réaliser des économies d'échelle et de réduire le coût de revient unitaire. C'est ce qui nous a motivés à choisir la masse salariale comme variable explicative et de formuler les deux hypothèses suivantes :

H6_a : L'augmentation du nombre de salariés a un impact négatif sur la performance financière lors d'une alliance stratégique.

H6_b : L'augmentation du nombre de salariés a un impact négatif sur la performance financière lors d'une fusion-acquisition.

Récapitulatif des hypothèses

Nous avons formulé sept hypothèses concernant les alliances stratégiques et sept autres concernant les fusions-acquisitions :

H1_a : il existe un lien (impact ou influence) positif entre l'annonce d'une alliance stratégique et la performance boursière (l'annonce d'une alliance stratégique, sur le marché français, génère des rendements anormaux positifs).

H1_b : il existe un lien positif entre l'annonce d'une fusion-acquisition et la performance boursière ou performance financière à court terme (l'annonce d'une fusion-acquisition, sur le marché français, génère des rendements anormaux positifs).

H2_a : L'augmentation de la marge sur le résultat d'exploitation a un impact positif sur la performance financière lors d'une alliance stratégique.

H2_b : L'augmentation de la marge sur le résultat d'exploitation a un impact positif sur la performance financière lors d'une fusion-acquisition.

H3_a : L'augmentation du chiffre d'affaires réalisé à l'étranger a un impact positif sur la performance financière lors d'une alliance stratégique.

H3_b : L'augmentation du chiffre d'affaires réalisé à l'étranger a un impact positif sur la performance financière lors d'une fusion-acquisition.

H4_a : L'augmentation des ventes annuelles a un impact positif sur la performance financière lors d'une alliance stratégique.

H4_b : L'augmentation des ventes annuelles a un impact positif sur la performance financière lors d'une fusion-acquisition.

H5_a : L'augmentation de la variation des ventes réalisées à l'étranger sur le total des ventes a un impact positif sur la performance financière lors d'une alliance stratégique.

H5_b : L'augmentation de la variation des ventes réalisées à l'étranger sur le total des ventes a un impact positif sur la performance financière lors d'une fusion-acquisition.

H6_a : L'augmentation du nombre de salariés a un impact négatif sur la performance financière lors d'une alliance stratégique.

H6_b : L'augmentation du nombre de salariés a un impact négatif sur la performance financière lors d'une fusion-acquisition.

Section 2 : DÉFINITION DES VARIABLES, ÉPISTEMOLOGIE ET DESIGN DE RECHERCHE

Dans cette section, nous présenterons, dans un premier temps, les variables utilisées. Dans un second temps, le positionnement épistémologique de notre recherche. Nous procéderons par analyse comparative des deux paradigmes les plus souvent utilisés dans les recherches sur les organisations : le positivisme, le constructivisme, l'interprétativisme et le positivisme aménagé. Nous montrerons, à l'issue de cette comparaison, qu'il n'existe pas une démarche de recherche systématique et que tout dépend de l'objet de recherche et de la problématique traitée (Le Moigne, 1990). Dans un troisième temps, nous présenterons le *design* de recherche.

1. Définition et opérationnalisation des variables

Dans cette sous-section, nous présenterons les variables dépendantes représentées par la performance financière (variable à expliquer) et les variables indépendantes (variables explicatives) représentées par les alliances stratégiques et les fusions-acquisitions.

L'étude de la mesure de la création de valeur financière d'une alliance stratégique ou d'une fusion-acquisition ne peut se faire sans la prise en compte des effets relatifs à la taille (chiffre d'affaires et effectif) et au secteur d'activité.

1.1. Les variables dépendantes : la création de valeur financière

Les travaux empiriques étudiant la performance financière font appel en général à deux grandes catégories de mesure : des mesures issues de la comptabilité et/ou des mesures de nature boursière.

Certains auteurs privilégient une performance basée sur des valeurs de marché telles que la capitalisation boursière relative ou absolue (Hubler J. & Meschi P-X., 2000) ou la rentabilité boursière annuelle ou relative.

D'autres font appel aux indicateurs de type comptable comme la rentabilité des capitaux propres (Dowling M.G. & McGee J.E., 1994) ou l'évolution du résultat net ou d'exploitation.

L'avantage des indicateurs issus de la comptabilité est qu'ils fournissent une mesure plus pertinente de la performance économique de la firme. Leur inconvénient tient au fait qu'ils sont prédisposés à des manipulations managériales (Oswald et Jahera, 1991).

D'autre part, les mesures boursières sont moins sujettes aux manipulations managériales, mais elles représentent une évaluation propre à l'investisseur et ne permettent pas de révéler la réalité économique de l'entreprise (Griffin et Mahon, 1997).

Pour mieux apprécier la performance financière et fournir une mesure plus significative de la performance, les recherches incorporent les deux mesures à la fois.

Dans le cadre de notre recherche, afin d'approcher la relation entre les alliances stratégiques, la performance financière, la relation fusion-acquisition et la performance financière, nous utilisons les deux types d'indicateurs : les indicateurs de type comptable et les indicateurs de type boursier.

Les indicateurs comptables

- Le ROE (Return On Equity) est la rentabilité des capitaux propres ou rentabilité financière qui se mesure par le rapport entre le résultat net et les capitaux propres (Sharma et Ho, 2002 ; Griffin et Mahon, 1997 ; Preston et O'Bannon, 1997).

- Le ROA (Return On Asset) est la rentabilité économique qui mesure en pourcentage le rapport entre le résultat net et l'actif net mobilisé dans l'activité (Sharma et Ho, 2002 ; McGuire *et alii*, 1963).

Les indicateurs boursiers

PBR (Price To Book Ratio) : nous retenons un indicateur exprimant le rapport entre la capitalisation boursière et les fonds propres de l'entreprise : le Price To Book Ratio (PBR) (Rau et Vermaelen, 1998 ; Sudarsanam et Mahate 2003).

Ce ratio permet d'incorporer des dimensions non prises en compte par les simples mesures comptables et d'éliminer le biais introduit par les éventuelles corrélations entre les résultats comptables et la taille de l'entreprise.

Ce choix de double mesure de la performance financière va nous permettre de mettre en exergue la multidimensionnalité du construit (Griffin et Mahon, 1997).

Nous retenons ensuite les indicateurs permettant de mesurer la performance de l'entreprise à l'aide des rendements boursiers quelques jours avant l'alliance stratégique et quelques jours après, calculés selon une méthodologie d'étude d'événement (Rendements Anormaux Moyens (RAM) et les Rendements Anormaux Moyens Cumulés (RAMC)), méthodologie expérimentée initialement par Fama et al., 1969 ; Mac Connel et Nontell, 1985 ; Finnerty et

All., 1986 ; Lee et Wyatt, 1990 ; Koh et Venkatramen, 1991 ; Reuer et Miller, 1997 ; Chan et All., 1997 ; Jacquot et Koehl, 1998 ; Das et Al., 1998), Anaud et Khama, 2000 ; J. Hubler et P. Meschi, 2000 ; Meschi et Cheng, 2007.

Ci-dessous une synthèse des variables de « performance financière » :

Variables	Définitions	Sources
ROE	Performance financière : résultat net / capitaux propres	Bases de données financières
ROA	Rentabilité économique : résultat net / actif net mobilisé	Bases de données financières
PBR	Performance boursière : capitalisation boursière / fonds propres	Bases de données financières
RA, RAC, RAM et RAMC	Respectivement : Rendement Anormal, Rendement Anormal Cumulé, Rendement Anormal Moyen et Rendement Anormal Moyen Cumulé	Bases de données financières

Tableau 13 : Synthèse des indicateurs de performance financière

(Source : l'auteur)

1.2. Les variables indépendantes : alliance stratégique ou fusion-acquisition

L'alliance stratégique et la fusion-acquisition sont les principales variables de notre recherche. Par exemple, elles peuvent être appréciées par le nombre des salariés dédiés à la R&D par rapport à l'effectif total employé. Severin (2007) a présenté une étude où il montre l'impact de la réduction de l'effectif sur la performance financière. Parmi les motifs de recours aux alliances stratégiques et aux fusions-acquisitions, on note la réduction des coûts (TCT de

Williamson). Dans notre cas, on considère la variable N (nombre d'effectifs), comme une variable indépendante qui contribue à l'amélioration de la performance financière.

Cependant, ce type de données est rarement disponible. De plus, la méthode utilisée pour son calcul diffère d'une entreprise à une autre (d'Arcimoles et Trebucq, 2003).

Dans le cas de notre étude, et par référence à la littérature et aux recherches équivalentes, nous optons pour les indicateurs suivants :

Synthèse des variables « alliance stratégique » et « fusion-acquisition

La première variable est binaire, elle correspond à la présence (codée 1) ou l'absence (codée 0) de l'alliance stratégique (variable : **APAS**) et de la fusion-acquisition (variable : **APMA**).

La deuxième variable correspond à la marge de résultat d'exploitation (variable : **OPPRMAR**) (*Operating Profit Margin*).

La troisième variable correspond au coût d'achat des marchandises vendues (variable : **CostGS**) (*Cost Goods Sales*).

La quatrième variable correspond aux ventes réalisées à l'étranger (variable : **FSales**) (*Foreing Sales*).

La cinquième variable correspond au chiffre d'affaires (variable : **Sales**).

La sixième variable correspond à la variation des ventes réalisées à l'étranger/total des ventes (variable : **Fsales_Sales**).

La septième variable correspond au nombre de salariés (variable : **N**), (Severin, 2007).

Ci-dessous un récapitulatif des variables AS et F&A:

Variables	Définition	Sources
APAS, APMA	Respectivement : Absence ou Présence de l'Alliance Stratégique, Absence ou Présence de la fusion-acquisition.	Documents de référence(AMF) Rapports annuels Site des entreprises Communiqués de presse
OPPRMAR (Operating Profit Margin)	Résultat d'exploitation (EBIT)/total chiffre d'affaires	Base des données financières
CostGS (Cost Of Goods Sold)	Coût d'achat des marchandises vendues	Base des données financières
Fsales (Foreign Sales)	Ventes réalisées à l'étranger	Base des données financières
Sales	Total des ventes	Base des données financières
Fsales_Sales	Variation des ventes réalisées à l'étranger / variation total des ventes	Ratio calculé par l'auteur
N	Le nombre des salariés	Bases de données

Tableau 14 : Synthèse des variables « alliances stratégiques»

(Source : l'auteur)

1.3. Les variables de contrôle

L'étude de la relation entre les alliances stratégiques et la performance financière ne peut être opérée sans l'introduction d'une série de variables de contrôle afin d'éviter les biais statistiques. La prise en compte des effets taille et secteur d'activité s'avère indispensable pour une vision comparative de la performance financière des entreprises.

Notre étude inclut **deux (02)** variables de contrôle permettant d'améliorer la validité externe des résultats (Thiéart, 2007).

La performance de l'entreprise doit être évaluée relativement aux performances du secteur d'activité (variable : **S**). La prise en compte de cette variable est faite selon la nomenclature d'Euronext (base des données Thomson One Banker).

La deuxième variable correspond au nombre des partenaires impliqués dans chaque alliance stratégique (variable : **NPART**).

Ci-dessous une synthèse des variables de contrôle :

Variables	Définition	Sources
S	Secteur d'activité	Bases des données
NPART	Nombre des partenaires	Documents de référence (AMF)-Rapports annuels- Site des entreprises-communiqués de presse

Tableau 15 : Synthèse des variables de contrôle

(Source : l'auteur)

Au total, notre modèle est composé de :

- **trois (03)** variables à expliquer à long terme (variables « performance financière »),
- **une (01)** variable à expliquer à court terme (valeur boursière),
- **sept (07)** variables explicatives (variables « alliance stratégique »),
- **deux (02)** variables de contrôle.

Cette batterie d'indicateurs va nous permettre de saisir au mieux les conséquences et l'impact des alliances stratégiques sur la performance financière de l'entreprise.

2. Le positionnement épistémologique « aménagé »

L'épistémologie est définie comme étant la science des sciences ou la philosophie de la pratique scientifique (Wacheux, 1996, p.263). Elle permet de guider et d'accompagner le chercheur durant tout le processus de production de connaissances. C'est au travers d'elle que le chercheur contrôle sa démarche scientifique et par la même occasion accroît la validité des connaissances produites (Perret et Séville, 2007).

Les trois principaux positionnements épistémologiques qui structurent la recherche sur les organisations, à savoir le paradigme positiviste, le paradigme constructiviste et le paradigme interprétativiste font l'objet depuis longtemps d'un large débat sur leurs niveaux respectifs de contribution dans le processus de production des connaissances.

Les tenants de l'approche positiviste affirment que seule la méthode scientifique (basée sur le test des hypothèses à partir des données quantitatives) est susceptible de produire des connaissances.

À l'opposé, les adeptes de l'approche constructiviste rétorquent que l'étude des individus et de leurs institutions demande des méthodes spécifiques qui ne sont pas celles qui sont héritées des sciences de la nature (Thiétart, 1999).

Afin de mieux comprendre les spécificités de chaque paradigme (positivisme et constructivisme), nous présentons ci-dessous les principes relatifs à chaque approche, selon Le Moigne (1990).

Épistémologie positiviste	Épistémologie constructiviste	Épistémologie interprétativiste
<p><i>Principe ontologique :</i> (réalité du réel, naturalité de la nature, existence d'un critère de vérité). Peut être considérée comme vraie toute proposition qui décrit effectivement la réalité. Le but de la science est de découvrir cette réalité.</p> <p>Ceci est applicable à tous les sujets sur lequel l'esprit humain peut s'exercer.</p>	<p><i>Principe de représentabilité de l'expérience du réel :</i> la connaissance est la recherche de la manière de penser et de se comporter qui convient (<i>Von Glasersfeld</i>).</p>	<p><i>Nature de la «réalité» :</i> Hypothèse phénoménologique</p>

Épistémologie positiviste	Épistémologie constructiviste	Épistémologie interprétativiste
<p><i>Principe de l'univers câblé :</i> il existe des lois de la nature, le réel est déterminé. Le but de la science est de découvrir la vérité derrière ce qui est observé. La description exhaustive est possible, par décomposition en autant de sous-parties que nécessaire. Les chaînes de causalité qui relient les effets aux causes sont simples et peu nombreuses.</p>	<p><i>Principe de l'univers construit :</i> les représentations du monde sont téléologiques, l'intelligence organise le monde en s'organisant elle-même, « la connaissance n'est pas la découverte des nécessités mais l'actualisation des possibles » (<i>Piaget</i>).</p>	<p><i>Vision du monde social :</i> Intentionnelle Le monde est fait de possibilités</p>
<p><i>Principe d'objectivité :</i> l'observation de l'objet réel par l'observant ne modifie ni l'objet réel ni l'observant. Si l'observant est modifié, cela ne concerne pas la science.</p>	<p><i>Principe de l'interaction sujet-objet</i> l'interaction entre le sujet et l'objet (plus précisément : l'image de l'objet) est constructive de la construction de la connaissance.</p>	<p><i>Nature du lien entre le chercheur et l'objet :</i> Interdépendance du chercheur et de l'objet</p>
<p><i>Principe de moindre action ou de l'optimum unique :</i> entre deux théories, la plus simple sera la plus scientifique.</p>	<p><i>Principe d'action intelligente :</i> le scientifique contemporain est un concepteur observateur modélisateur. Le concept d'action intelligente décrit l'élaboration, par toute forme de raisonnement descriptible a posteriori, d'une stratégie d'action proposant une correspondance adéquate (convenable) entre une situation perçue et un projet conçu par le système au comportement duquel nous nous intéressons.</p>	<p><i>Chemin de la connaissance scientifique :</i> l'interprétation et la compréhension</p>

Épistémologie positiviste	Épistémologie constructiviste	Épistémologie interprétativiste
<p><i>Principe de naturalité de la logique</i> : la logique est naturelle, donc tout ce qui est découvert par logique naturelle est vrai et loi de la nature. Donc, tout ce qui ne pourra être découvert de cette manière devra être considéré comme non-scientifique.</p> <p>« Non seulement la logique disjonctive permet de découvrir les lois de la nature, mais elle est elle-même loi de la nature » (<i>Le Moigne, 1990, p. 94</i>).</p>	<p><i>Principe de l'argumentation générale</i> : la logique disjonctive n'est qu'une manière de raisonner parmi d'autres et n'a pas besoin d'être posée comme naturelle. La ruse, l'induction, l'abduction, la délibération heuristique permettent de produire des énoncés raisonnés.</p>	<p><i>Nature de la connaissance produite</i> :</p> <p>Subjective et contextuelle</p> <p><i>Valeur de la connaissance produite</i> :</p> <p>Idiographie et empathie</p>

Tableau 16 : Positivism versus Constructivism : les principes fondateurs

(Source : Hatchuel et alii, 2002 et Thiétart, 2003, P.43 pour l'interprétativisme)

	Positivism	Interprétativisme	Constructivism
La quête du chercheur	Le chercheur s'attache à constater les faits et à les confronter aux concepts théoriques sans que celui-ci cherche à les interpréter ou à les transformer	Le chercheur est en quête d'une compréhension du phénomène étudié en interprétant les faits	Le chercheur et les acteurs du projet sont co-constructeurs du projet
La nature de la réalité étudiée	Objective, hypothèse réaliste et déterministe	Perçue, interprétée, hypothèse intentionnaliste	Co-construire, hypothèse intentionnaliste
Relation sujet/objet	Interdépendance	Dépendance	Dépendance
Statut de la connaissance	Explication	Compréhension	Construction
Critère de validité	Vérifiabilité, confirmabilité, réfutabilité	Idiographie, empathie	Adéquation, enseignabilité

Tableau 17 : Les trois paradigmes dominants

(Source : Perret et Séville, 2003)

La lecture de ces deux tableaux nous permet de tirer les conclusions suivantes :

2.1. L'approche positiviste

Les auteurs considèrent que la réalité a une essence propre et qu'elle n'est pas fondamentalement problématique - hypothèse ontologique. Nous disposons, de fait, d'un critère de vérité : sera vrai un système décrivant effectivement la réalité. Qui cherche à connaître la réalité tentera de découvrir les raisons simples par lesquelles les faits observés sont reliés aux causes qui les expliquent (Le Moigne, 1990).

Dans cette perspective, le chercheur élaborera son objet de recherche à partir de l'identification des insuffisances ou des incohérences dans les théories rendant compte de la réalité (Landry, 1995). Les résultats de sa recherche viendront donc résoudre et combler ces insuffisances ou incohérences.

La validation des connaissances produites nécessite des critères précis et bien définis. Ces principes ont évolué avec le positivisme, il s'agit des principes de vérifiabilité (n'est vrai que ce qui peut faire l'objet d'une vérification empirique), de confirmabilité (la vérité d'un énoncé ne peut être universelle mais que probable) et celui de réfutabilité (le fait d'affirmer qu'une proposition est vraie n'est pas possible, celui d'affirmer qu'une proposition n'est pas vraie l'est) (Perret et Séville, 2007).

2.2. L'approche constructiviste

Les auteurs considèrent que la réalité est construite à partir et d'après sa propre expérience dans le contexte d'action qui est le sien. Le vrai « est le même que le fait » (Von Glaserfeld, 1998).

Dans ce sens, le chercheur élaborera un projet finalisé (Le Moigne, 1990) qui trouve sa genèse dans l'identification d'un besoin de transformation des modes de réponses traditionnelles dans un contexte donné.

S'agissant des critères de validation de la connaissance, Perret et Séville (2007), tout en soulignant que ces derniers sont encore en phase de discussion, présentent tout de même deux critères utilisés pour la validation de la connaissance produite par un chercheur qui se veut constructiviste : il s'agit du critère d'adéquation (de convenance) où une connaissance est valide lorsqu'elle convient à une situation donnée, et du critère d'enseignabilité par lequel le chercheur doit accorder une attention particulière à l'argumentation des connaissances construites et leurs finalités afin qu'elles soient reproductibles et intelligibles.

2.3. L'approche interprétativiste

Pour les positivistes, la vision de la réalité, conduit à rechercher des causalités entre les événements et des faits observés, alors que pour les interprétativistes, le caractère privilégié de la production de connaissance se fonde sur la recherche de compréhension. La connaissance ne consiste pas à expliquer la réalité, mais à « la comprendre au travers des interprétations qu'en font des acteurs » (Perret et Séville, 2003, p.23). La tradition interprétative nie la possibilité pour le chercheur de produire une connaissance objective de la réalité. Cette mise en cause émane du statut que l'interprétativisme accorde à la réalité. Celle-ci n'est jamais que le fruit des interprétations d'individus situés dans le temps et dans l'espace. Le projet interprétativiste passe par la compréhension du sens que les acteurs donnent à la réalité et place ainsi ces derniers au cœur du dispositif. Apporter des interprétations aux comportements nécessite de « retrouver les significations locales que les acteurs en donnent » (Perret et Séville, 2003, p. 24), c'est-à-dire des significations situées dans un contexte spatio-temporel. La prise en compte du contexte par le chercheur est dès lors fondamentale. L'interprétativisme est focalisé sur l'autonomie de l'acteur et sur sa capacité à modifier les événements.

Les recherches interprétativistes utilisent des données empiriques relatives aux personnes intégrant le cadre de référence de l'acteur pour représenter les situations ainsi que des données théoriques pluridisciplinaires (Wacheux, 1996). Les chercheurs s'intéressent alors aux phénomènes en situation ou aux événements singuliers (caractère idéographique) et cherchent à « se mettre à la place de l'autre » pour percevoir ce qu'il ressent. En effet, du point de vue méthodologique, l'interprétativisme privilégie la pratique de l'empathie : la création de la connaissance passe par la compréhension du sens que les acteurs donnent de la réalité. A l'explication par les lois du monde social se substitue le projet de saisir ce qui est signifiant pour les acteurs. Dans notre démarche scientifique, nous prenons en compte les intentions, les motivations et les croyances pouvant orienter le comportement des individus.

Ces positions ont conduit, d'une part, à considérer les trois approches en opposition l'une par rapport à l'autre et, d'autre part, à voir les démarches qualitatives comme une alternative aux démarches positivistes quantitatives. Face à ce débat, une grande partie des auteurs a tendance à conclure sur le fait qu'il n'existe pas de lien simple entre le positionnement épistémologique du chercheur et l'utilisation d'une démarche particulière. Plus que la méthode en elle-même, ce sont davantage la manière dont elle est utilisée et l'objectif qu'elle sert qui marquent l'inscription de la recherche dans un positionnement épistémologique donné. Plus

précisément, il n'y a pas une méthode supérieure à l'autre, mais chaque voie empruntée doit être adoptée et appropriée à l'objectif de recherche.

2.4. Le positivisme aménagé

Dans le cadre de notre travail, nous avons choisi une posture épistémologique combinée : le positivisme aménagé (Perret et Séville, 2003 ; Miles et Huberman, 1991). En effet, notre recherche tente un arbitrage entre un paradigme positiviste et un paradigme interprétativiste, car l'échantillon de convenance circonscrit la portée de l'analyse.

Notre analyse répond à une loi positiviste, mais reste limitée au choix de l'échantillon qui ne prétend pas à l'exhaustivité. Cependant que les grands principes du positivisme demeurent.

Par définition, le positivisme aménagé propose de découvrir des relations légitimes et raisonnablement stables entre les phénomènes sociaux, qui existent dans les esprits et la réalité en raison de la complexité de l'objet d'étude. Ce cadre épistémologique est cohérent avec un cadre ontologique, qui considère l'entreprise comme un objet complexe. (Cappelletti, 2005). L'observation des phénomènes complexes demande en effet de dépasser la querelle entre positivisme et interprétativisme.

Notre but dans le choix du positivisme aménagé, est de mesurer la création de valeur financière des entreprises qui recourent aux alliances stratégiques et aux fusions-acquisitions ce qui est le positivisme. Puis, de comprendre réellement les motifs de recours aux alliances stratégiques et aux fusions-acquisitions dans la réalité, ce qui est plutôt l'objectif d'une approche interprétativiste.

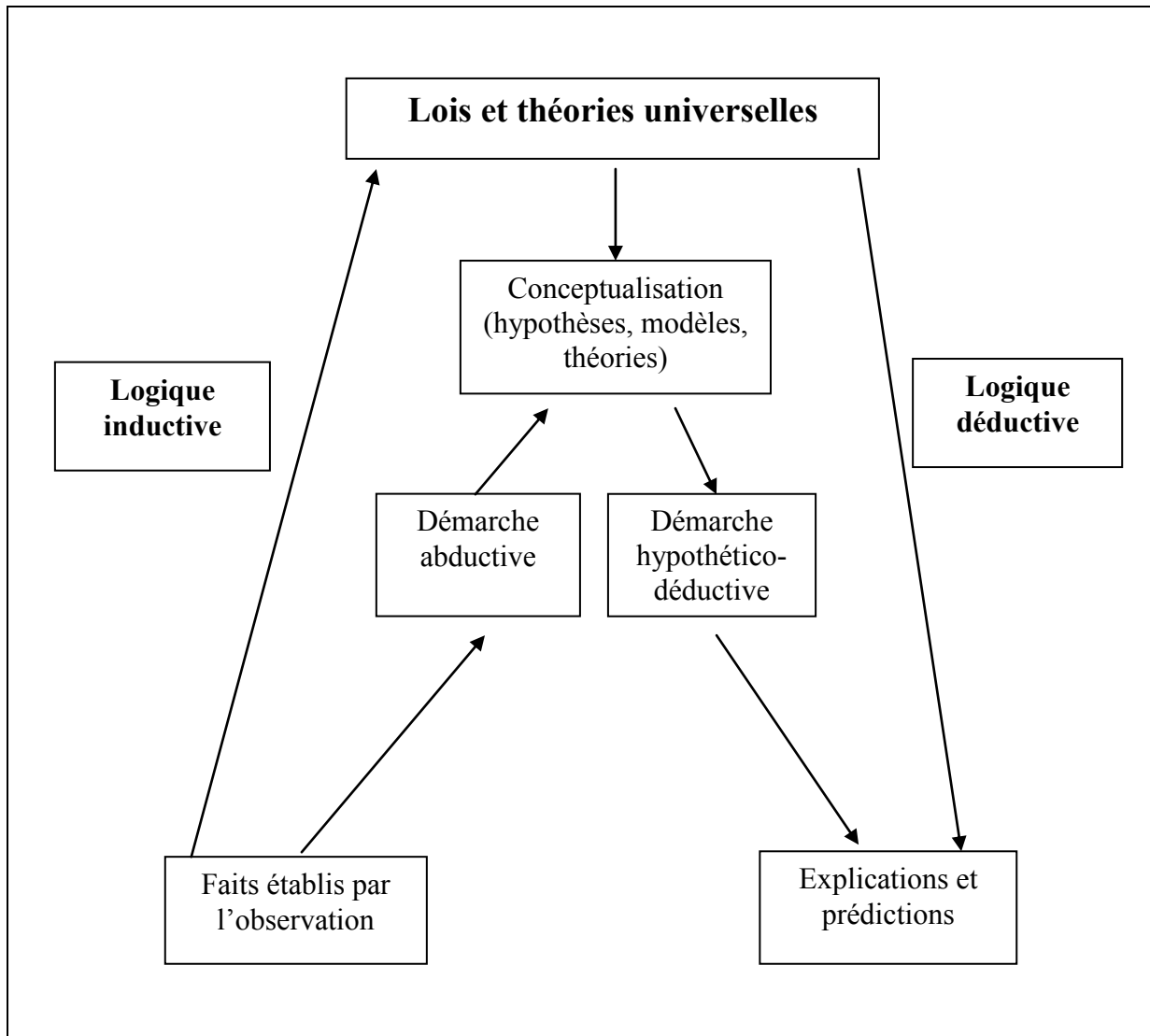


Figure 28 : Mode de raisonnement et connaissance scientifique

(Source : Charreire Petit et Durieux, 2007, p. 64)

Au regard de notre problématique, des considérations ci-dessus et afin de couvrir le contexte de la recherche et de mesurer la performance financière des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions, nous nous plaçons dans le paradigme positiviste aménagé (Thiéartdt, 1999) en ayant suivi une démarche hypothético-déductive (Hatchuel et al., 2002) et une approche interprétativiste.

Le tableau ci-après justifie le positionnement de notre recherche entre positivisme et interprétativisme.

	Approche Positiviste	Notre approche			Approche interprétativiste
Vision de la réalité	Ontologie du réel	X			Phénoménologie du réel
Objectif de la recherche	Découvrir la structure de la réalité			X	Comprendre les significations que les gens attachent à la réalité sociale, leurs motivations et intentions
Validité de la connaissance	Cohérence avec les faits		X		Cohérence avec l'expérience du sujet
Origine de la connaissance	Observation de la réalité	X			Empathie
Nature de l'objet de recherche	Interrogation des faits		X		Développement d'une compréhension de l'intérieur d'un phénomène
Origine de l'objet de recherche	Identification d'insuffisances théoriques pour expliquer ou prédire la réalité	X			Immersion dans le phénomène étudié
Position de l'objet dans le processus de recherche	Extérieure au processus de recherche Guide le processus de recherche	X			Intérieure au processus de recherche Se construit dans le processus de recherche

Tableau 18: Positivisme aménagé adapté du travail de : Allard-Poesi et Maréchal (2003)

(source : Thèse Kamara DALI, 2008, P.10.)

3. Le design de recherche

Le design de la recherche, ou l'architecture de la recherche, est la trame qui permet d'articuler les différents éléments d'une recherche : problématique, littérature, données, analyse et résultats. Selon Grunov (1995). C'est un élément crucial de tout projet de recherche empirique quel que soit l'objet de recherche et le point de vue méthodologique choisi.

Ayant adopté une démarche positiviste, notre recherche suit le cheminement suivant :

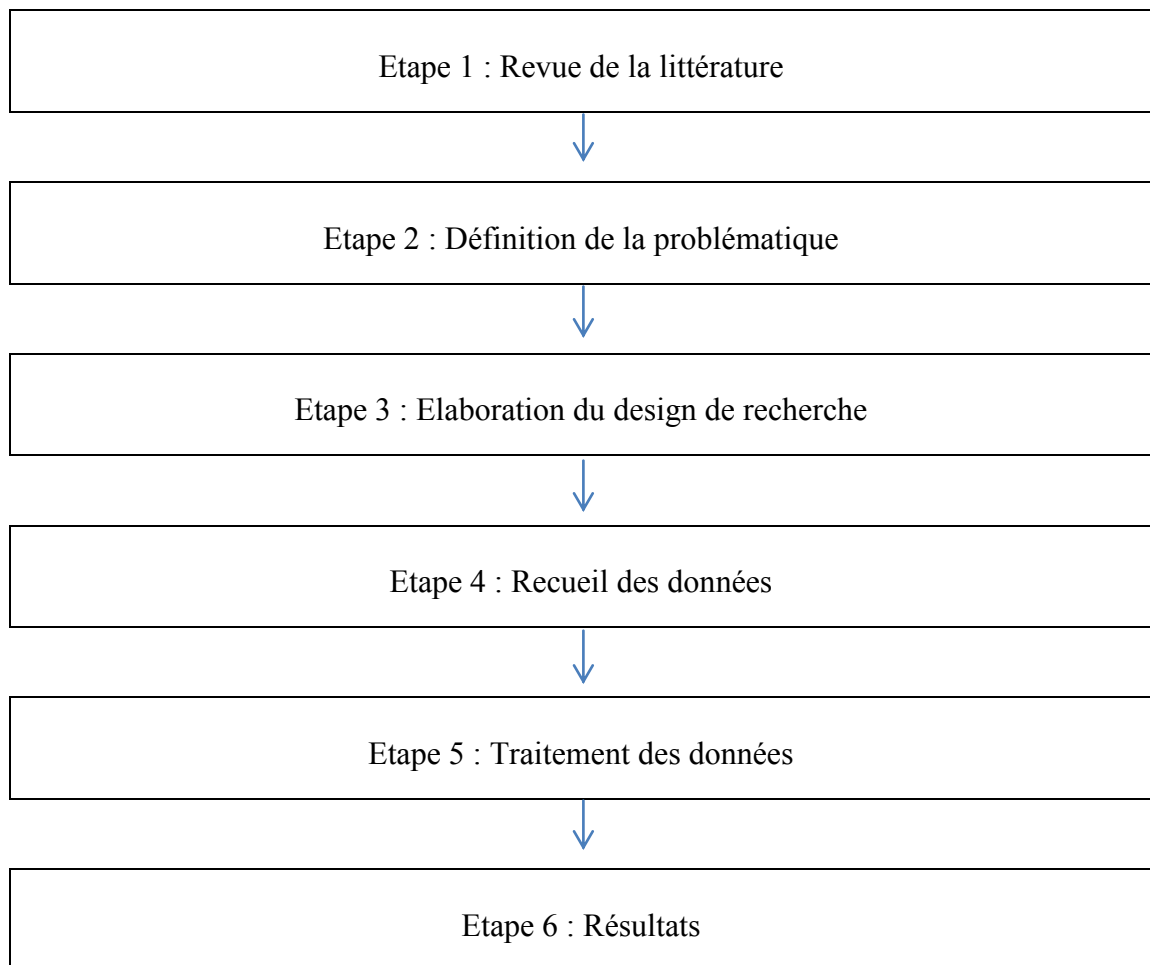


Figure 29 : Processus de recherche

(Source: adaptée, Thiétardt, 1999)

Notre démarche a pris comme point de départ l'analyse de la littérature, la détection des insuffisances ou incohérences, la détermination de la problématique, la formulation des hypothèses relatives aux questions de recherche, l'élaboration du design de la recherche le plus approprié à la problématique posée, et enfin, la constitution d'une base de données pour la vérification empirique des postulats théoriques.

Section 3 : LE CHOIX MÉTHODOLOGIQUE

Dans cette section, nous présentons successivement l'échantillon d'entreprises étudiées, les sources de données, les données et enfin le modèle économétrique adopté.

La méthodologie peut être définie comme la science de la méthode, selon Rispal (2002, p. 26). « *Les méthodologies établissent la façon dont nous allons analyser, découvrir et décrypter un phénomène* ». Gavard-Perret, Gotteland, et al (2008, p. 7), définissent la méthodologie comme « *l'étude des méthodes permettant de constituer des connaissances* ». En science de gestion, le chercheur peut recourir exclusivement ou conjointement à deux types de méthodologies : celle qualitative et celle quantitative.

Les méthodologies quantitatives sont des méthodes de recherche où les chiffres et la mesure permettent de faire apparaître des régularités statistiques qui reflètent les facteurs déterminants des phénomènes observés. Elles se caractérisent par : la nature de la donnée (quantitative), l'orientation de la recherche (test), le caractère objectif des résultats et la faible flexibilité de la recherche tant au niveau de la collecte des données qu'à celui de la question de recherche (difficile d'envisager une marche arrière).

Au regard de notre objet de recherche, nous avons dû recourir à cette méthodologie de recherche dite quantitative afin de rendre opérationnel le test de nos hypothèses recherchées.

En d'autres termes, il s'agit de vérifier empiriquement par une approche hypothético-déductible si les alliances stratégiques et les fusions-acquisitions ont un impact sur la création de valeur financière.

Les données quantitatives collectées représentent soit des variables explicatives soit des variables à expliquer. Précisant que la collecte porte sur une fenêtre d'étude entre 1997 et 2012 et sur un échantillon extrait des sociétés du SBF 250⁵⁰, nous avons décidé de travailler

⁵⁰ Le SBF 250 est l'ensemble des sociétés françaises cotées aux Premier et Second Marchés. Les 250 valeurs sont choisies en fonction de la représentativité en capitalisation boursière de chacun des douze secteurs économiques définis par Euronext Paris, et de la régularité des cotations.

sur une période plus longue afin de pouvoir constituer un échantillon significatif et nous avons fait le choix de réaliser notre recherche sur les sociétés du SBF 250, car c'est une bonne représentabilité de l'économie française, étant constitué des 250 plus grandes capitalisations boursières.

Pour la collecte des données financières pour les différentes variables utilisées dans nos modèles, nous avons exploité la base données financières DATASTREAM⁵¹ et THOMSON ONE BANKER disponibles à la bibliothèque de recherche au sein de l'université de Paris Dauphine, et cela après avoir formulé une demande d'autorisation d'accès au sein de cette dernière.

Les études empiriques ayant analysé les effets des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions sur la performance des entreprises se sont appuyés sur des méthodes statistiques sophistiquées, en utilisant généralement des données de grands échantillons d'entreprises.

Elles cherchent à déterminer si les entreprises qui concluent des alliances stratégiques ou des fusions-acquisitions sont en moyenne plus performantes que les autres qui ne s'en sont pas dotées, une fois pris en compte le secteur d'activité, la taille, les équipements de l'entreprise ou d'autres facteurs.

Certains auteurs ont utilisé deux méthodologies différentes :

- La comparaison de la performance de deux échantillons d'entreprises selon la présence/absence de l'alliance stratégique ou présence/absence de la fusion-acquisition (Hubler et Meschi, 2000) ;
- Des études sur des périodes longitudinales des entreprises avant et après la conclusion de l'alliance stratégique ou de la fusion-acquisition.

Au regard de notre question de recherche et ayant suivi une démarche hypothético-déductive et interprétativiste, nous optons pour une étude sur une période longitudinale.

Notre travail empirique fera donc appel à une approche purement quantitative, basée sur des données numériques au sens de Yin (1989)⁵².

Nous précisons que la majorité des travaux qui se sont attachés à l'étude des conséquences de la conclusion d'une alliance stratégique ou d'une fusion-acquisition sur la performance

⁵¹ DATASTREAM est une base historique riche des données financières et économiques détenue par THOMSON, elle est dotée de plusieurs outils pour analyser les données.)

⁵² « Selon Yin (1989 :88), les " données numériques " apportent des preuves de nature quantitative, tandis que les " données non numériques " fournissent des preuves de nature qualitative » Philippe BAUMARD Avec Jérôme IBERT, Chapitre IV in : R.A. Thiéart (Ed), Méthodologie de la recherche en gestion, Nathan, 1998

financière de l'entreprise se sont effectués dans le cadre des études transversales ou des études de cas.

En conduisant une étude sur une période longitudinale, nous pouvons observer sur une période plus longue l'évolution de la relation entre les alliances stratégiques, fusion-acquisition et la performance financière, et déterminer si cette relation est ponctuelle ou non.

Afin de constituer un échantillon représentatif de 75 alliances stratégiques et 87 fusions-acquisitions, nous étions contraints d'élargir la période d'étude jusqu'à la fin de l'année 2009, voire même jusqu'au début 2010, bien que nous sachions pertinemment qu'à partir du début du dernier semestre de l'année 2007, il y avait l'effet de la crise financière. Pour cela, nous tenons à préciser l'intégration de l'effet de la crise dans notre analyse des données et des résultats (cf. annexe 8 et 14).

Les études transversales se concentrent, quant à elles, sur une période temporelle réduite et ne peuvent pas éviter les chocs exogènes quand ils se produisent au cours de la période étudiée.

Notre étude sera menée sur les entreprises composant le **SBF 250** dans l'intervalle de temps entre **1997 et 2012** pour les états financiers, et pour les alliances stratégiques et fusions-acquisitions qui ont été conclues entre fin **1999** et fin **2009**, soit une période de dix ans (**10 ans**).

1. Échantillon et données

Dans le cadre de notre travail de recherche, nous avons opté pour réaliser notre étude empirique sur les alliances stratégiques et les fusions-acquisitions qui ont été faites en France, afin de constituer un échantillon homogène (même environnement économique, politique, comptable et financier⁵³).

Afin d'étudier les conséquences des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions sur la performance des entreprises françaises à court terme et à long terme, nous avons procédé à la collecte des données sur la performance financière des entreprises du **SBF 250**.

Nous avons choisi un axe de temps de **sept ans (07 ans)** pour l'étude de la performance à long terme, soit trois (03) années avant l'évènement, l'année de l'évènement et trois (03) années après l'évènement, et un axe de temps (une fenêtre d'évènement) de **[-6 , +20]**, pour étudier la performance à court terme, soit une fenêtre d'évènement de six (06) jours avant l'annonce de l'évènement et vingt (20) jours après l'annonce de l'évènement.

⁵³ Nos données sont extraites des états financiers élaborés en norme IAS/IFRS

Les dates d'annonce des opérations sont extraites des rapports annuels des sociétés, du site « *bourse.com* », et du quotidien « *Les échos* » dans un souci d'homogénéité des données.

La consolidation et la publication des rapports annuels réalisées en normes IFRS selon le règlement 1606 du 19 juillet 2002 impose l'utilisation des normes comptables internationales dans les comptes consolidés des sociétés cotées européennes pour les exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2005.

Par conséquent, nous avons évité les deux critiques majeures qu'on reproche à ce type d'étude. La première critique s'appuie sur la difficulté à comparer les rendements comptables des entreprises, étant donnée l'utilisation de principes et de normes comptables qui diffèrent d'un secteur d'activité à un autre, et parfois même d'une entreprise à une autre (Les normes IFRS sont mises en œuvre pour minimiser ce risque de divergence). La deuxième critique concerne la nature même des données comptables et financières, qui est essentiellement d'ordre historique (en normes IFRS, nous enregistrons les opérations selon leur juste valeur et non pas avec leur coût historique) – (Taghzouti, 2009)⁵⁴.

Nous avons construit un échantillon continu dans le temps pour chaque entreprise qui a conclu une alliance stratégique ou une fusion-acquisition, centralisé par rapport à l'année de l'événement.

L'objectif de cette segmentation est d'étudier l'évolution de la performance des entreprises avant et après la conclusion de l'alliance stratégique ou de la fusion-acquisition.

Sur l'intervalle de quinze (15) années (entre l'année 1997 et l'année 2012), nous avons repéré au total 130 alliances stratégiques qui ont été conclues par 87 entreprises, et 122 fusions-acquisitions réalisées par 82 entreprises. Mais, pour la réalisation de notre travail de recherche, il n'était pas possible d'utiliser la totalité de l'échantillon, vu que nous ne disposons pas de la totalité des données nécessaires, et il y a des opérations qui sont à cheval sur les deux échantillons, alliances stratégiques d'un côté et fusions-acquisitions d'un autre côté.

Sur les **130 alliances stratégiques** repérées, nous comptons :

38 alliances stratégiques avec des données complètes, 5 ans avant AS et 5 ans après AS, concluent par 38 entreprises.

⁵⁴Taghzouti (2009) : thèse sur le thème « *alliances stratégiques et création de valeur par une approche perceptiviste* »

53 alliances stratégiques avec des données complètes, 4 ans avant AS et 4 ans après AS, concluent par 41 entreprises.

93 alliances stratégiques avec des données complètes, 3 ans avant AS et 3 ans après AS, concluent par 61 entreprises.

Sur les **122 fusions-acquisitions** repérées, nous comptons :

61 fusions-acquisitions avec des données complètes, 5 ans avant AS et 5 ans après AS, concluent par 38 entreprises.

80 fusions-acquisitions avec des données complètes, 4 ans avant AS et 4 ans après AS, concluent par 41 entreprises.

93 fusions-acquisitions avec des données complètes, 3 ans avant AS et 3 ans après AS, concluent par 61 entreprises.

Nous avons donc éliminé toutes les entreprises n'ayant pas une présence stable et les données nécessaires au sein de l'indice pendant cette période.

En se basant sur les travaux antérieurs pour la significativité de l'échantillon, nous avons finalement retenu un échantillon composé de **75** alliances stratégiques relevées sur **47** entreprises et **87** fusions-acquisitions relevées sur **77** entreprises appartenant à l'indice **SBF 250**, avec toutes les données nécessaires, 3 années avant l'alliance stratégique ou la fusion-acquisition, et 3 années après l'alliance stratégique ou la fusion-acquisition, et cela pour la réalisation de nos recherches.

1.1. Les entreprises de notre échantillon

Tableau 19 : Liste des alliances stratégiques de notre échantillon

Entreprise	Date de l'alliance stratégique	Année	PARTENAIRE (S)	Nombre de partenaires	Secteur d'activité
Accor A	30/04/2001	2001	AS CIT Italie	2	7
Accor B	22/01/2004	2004	AS UNE AUTRE AS avec colony group	2	7
Accor C	12/02/2009	2009	AS avec Master card	2	7
Air France-KLM A	22/06/1999	1999	AS alliance commerciale avec KLM	2	3
Air France-KLM B	22/06/2000	2000	AS Delta Air Lines, Aeroméxico et Korean Air	3	3
Alcatel-Lucent A	19/12/2002	2002	AS Lycos asia	2	4
Alcatel-Lucent B	30/03/2004	2004	AS avec Intel annonce le 26/03/2004	2	4
Alcatel-Lucent C	18/06/2009	2009	HP AS	2	4
Alstom SA	04/05/2006	2006	AS Alliance le 27/04/2006 Bouygues coopération en Chine	2	6
Atos	26/04/2006	2006	AS Atos Origin et Axiom Systems et une autre AS avec microsoft le 02/07/2006	4	4
Bains Mer Monaco	23/06/2003	2003	AS avec Wynn Resorts	2	7
BNP Paribas A	12/07/2004	2004	AS 24/11/2004 Turk Ekonomi Bankasi du groupe Colakoglu	2	5
BNP Paribas B	12/10/2005	2005	AS Nanjing City Commercial Bank	2	5
Bongrain	14/06/2007	2007	AS Alliance avec le groupe laitier Sodiaal	2	8
Bourbon	22/11/2001	2001	AS Alliance stratégique entre les Groupes Bourbon et Casino	2	3
Bouygues SA A	17/04/2002	2002	AS NTT DoCoMo et Bouygues Telecom concluent un pacte de licences	2	4
Bouygues SA B	27/04/2006	2006	AS Alliance avec Alstom	2	6
Cap Gemini SA A	22/03/2000	2000	AS ALLIANCE STRATEGIQUE ENTRE CAP GEMINI ET CISCO SYSTEMS entre 2	6	4
Cap Gemini SA B	07/06/2005	2005	AS Capgemini and Lucent Technologies Enter into Strategic Alliance	2	4
Carrefour	21/02/2008	2008	AS avec l'AMCEQ communautés de quebec	2	8
Casino Guichard-P A	01/05/2000	2000	AS avec Monoprix	2	8
Casino Guichard-P B	23/12/2008	2008	AS avec les Galeries lafayettes	2	8
Club Méditerranée A	10/09/2002	2002	AS avec Protravel	2	7

Entreprise	Date de l'alliance stratégique	Année	PARTENAIRE (S)	Nombre de partenaires	Secteur d'activité
Club Méditerranée B	14/06/2004	2004	AS avec CDG-Club Med : une alliance stratégique au Maroc	2	7
CNP assurance	06/06/2003	2003	alliance stratégique avec la Mutualité Française	2	5
Compagnie des Alpes	28/05/1998	1998	AS avec le groupe Canadien Intrawest	2	7
Danone A	10/09/2002	2002	AS (co entreprise) avec Danone & Kirin Beverage CorpMitsubishi Corp., (Jap)	3	8
Danone B	04/03/2004	2004	AS avec Yakult Tokyo	2	8
Dassault Systemes A	23/11/2004	2004	AS le 17/11/2004 annonce Dassault Systèmes et la société chinoise CAXA	2	4
Dassault Systemes B	22/06/2009	2009	AS blueKiwi	2	4
Eads NV	19/04/2010	2010	AS avec Alcatel Lucent	2	3
Eurazeo	04/09/2008	2008	AS Enterprise Rent-A-Car aux USA	2	5
Faurecia	07/07/2010	2010	AS Alliance stratégique entre Faurecia, Geely et Limin en Chine	3	1
FININFO	03/07/2002	2002	AS (prise de participavec la société suédoise Ecovision	2	4
France Telecom A	18/06/2004	2004	AS avec china telecom	2	4
France Telecom B	25/12/2005	2005	AS Euskaltel : alliance stratégique avec France Télécom	2	4
GFI Informatique	14/10/2004	2004	AS avec Conceptum	2	4
Groupe Steria SCAA	04/05/2000	2000	AS avec Expérian	2	4
Groupe Steria SCAB	21/12/2004	2004	AS STERIA ET Mummert Consulting.	2	4
Groupe Steria SCAC	07/04/2008	2008	AS avec Car Telematics	2	4
Ingenico A	19/11/2009	2004	AS avec AviIT et OnAir	3	4
Ingenico B	02/06/2004	2009	AS avec INGENICO ET C.E.C	2	4
L'Oreal A	24/11/2000	2000	AS L'ORÉAL AVEC LA SOCIÉTÉ SHU UEMURA	2	2
L'Oreal B	25/01/2008	2008	AS avec PPR	2	2
LVMH B	28/09/1999	2001	AS avec Interparfums et le 12/10/1999 AS Fendi, Prada et LVMH	2	8
Michelin A	18/11/2003	2003	MARS 2004 reorganisation de leur filiale au japon Michelin Okamoto	2	8
Michelin B	23/02/2009	2009	Alliance: Valeo et Michelin : l'alliance pour l'écologie	2	8
Peugeot SA	04/12/2009	2009	A transcontinentale avec Mitsubishi	2	1
Plastic Omnium	01/08/2007	2007	AS avec Aurovia	2	1
PPR SA B	25/01/2008	2008	AS avec L'Oreal	2	8
Publicis Groupe SA A	16/12/2002	2002	AS Dentsu et Publicis Groupe S.A.	2	4
Renault SA A	27/03/1999	1999	AS avec Nissan	2	1

Entreprise	Date de l'alliance stratégique	Année	PARTENAIRE (S)	Nombre de partenaires	Secteur d'activité
Renault SA B	11/07/2002	2002	A tech avec Altran	2	1
Renault SA C	17/03/2004	2004	A tech avec Altran	2	1
Rhodia SA	10/05/2005	2005	AS (intention le 15/10/2004) Rhodia et China National Blue Star Corp	2	2
Safran SA	02/11/2007	2007	AS Snecma (via Safran)avec GE	2	3
Schneider Electric A	01/07/2001	2001	AS avec Adroit Technologies.	2	6
Scor SE	07/01/2008	2008	AS avec le MDU	2	5
Societe Generale A	28/07/2000	2000	AS IMI, (BSCH), (RBoS) et l'allemand Commerzbank	5	5
Societe Generale B	17/06/2008	2008	AS avec ROCKEFELER & CO	2	5
Sopra Group A	28/04/2003	2003	AS Axway, filiale de Sopra Group et le groupe Cyclone Commerce	2	4
Stmicroelectronics A	14/04/2002	2002	AS avec ALCATEL	2	4
Stmicroelectronics B	11/04/2005	2005	AS avec PHILIPS + FREESCALE	3	4
Stmicroelectronic C	20/08/2008	2008	AS entre STMicroelectronics et Ericsson	2	4
Technip A	25/06/2003	2003	AS Technip-Coflexip : alliance stratégique avec Sinopec	2	4
TF1	16/02/2004	2004	AS TF1 & Holland coordinator ITALIE&Services de Tarak Ben Ammar	4	4
Thales SA A	13/11/2002	2002	AS avec Oberthur Technologies SA	2	3
Thales SA B	02/03/2009	2009	AS Thales : alliance stratégique avec IGG aux Emirats arabes unis	2	3
Valeo A	17/04/2000	2000	AS avec Ichikoh	2	1
Valeo B	12/02/2002	2002	AS avec INTERNATIONAL RECTIFIER	2	1
Valeo C	01/05/2009	2009	AS avec Faurecia filiale de PSA	2	1
Vilmorin Et CIE A	19/07/2006	2006	AS Vilmorin : alliance stratégique avec Avesthagen en Inde.	2	8
Vilmorin Et CIE B	09/07/2007	2007	AS avec la société chinoise Hunan Xindaxin Co. Ltd	2	8
Vivendi A	14/12/2001	2001	AS avec avec EchoStar USA	2	4
Vivendi B	11/05/2004	2004	AS avec NBC	2	4

Tableau 20 : Liste des fusions-acquisitions de notre échantillon

Entreprise	Date de fusion-acquisition	Année	PARTENAIRE (S)	Nombre de partenaires	Secteur d'activité
ACCOR	06/03/2007	2007	Accor achète Kadeos à PPR pour 210 millions euros	2	7
AIR FRANCE - KLM	11/02/2004	2004	Air France – KLM	2	3
AIR LIQUIDE	20/01/2004	2004	Air Liquide achète les activités allemandes, britanniques et américaines de Messer Griesheim pour 2,7 milliards d'euros	2	6
ALCATEL-LUCENT	02/04/2006	2006	La fusion entre les deux sociétés française et américaine est effective	2	4
ALSTOM	19/09/2000	2000	Ferroviana par Alstom	2	3
ALTEN	24/05/2006	2006	Opération de Fusion Absorption de QUATERNOVE par ALTEN	2	4
ALTRAN TECHNOLOGIES	25/12/2006	2006	Fusion des 26 sociétés dans Altran Technologies à fin 2006	2	4
APRIL GROUP A	06/07/2000	2000	TMS et Contact Assistance	2	5
APRIL GROUP B	18/06/2007	2007	ESCAPADE Assurances Voyages et DAVE ROCHON Assurances	2	5
ATOS ORIGIN	22/09/2003	2003	Rachat de Schlumberger Sema par Atos Origin : plus d'1,2 milliard	2	4
AXA	19/04/2005	2005	AXA-FINAXA, 21/11/2005 (annonce) AXA et FINAXA déposent auprès de l'AMF	2	5
BIC	19/05/2004	2004	BIC vient de faire l'acquisition de 100 % de Styphen SA	2	8
BNP PARIBAS A	23/05/2000	2000	Fusion de la Banque Nationale de Paris (BNP) et de Paribas	2	5
BNP PARIBAS B	03/02/2006	2006	BNP Paribas acquiert la banque italienne Banca Nazionale del Lavoro (BNL)	2	5
BOIRON	24/06/2004	2004	Boiron et Dolisos	2	2
BOLLORE INVESTISSEMENT	07/07/2006	2006	le groupe a acquis 40 % du capital social de l'institut de sondages CSA12. Il est détenteur de 100 % du capital aujourd'hui . A acheté les 60% restants le 9 juillet 2008	2	3

Entreprise	Date de fusion-acquisition	Année	PARTENAIRE (S)	Nombre de partenaires	Secteur d'activité
BOUYGUES A	19/11/2004	2004	Annnonce de l'acquisition du belge Point Break NV qui viendra renforcer sa filiale Bouygues Immobilier Belg.	2	6
BOUYGUES B	25/09/2007	2007	Bouygues Immobilier acquiert Blanc & Cie	2	6
BULL	02/03/2006	2006	Bull a annoncé l'acquisition d'AMG.net	2	4
BUSINESS OBJECTS	24/08/2005	2005	L'acquisition de logiciels SRC	2	4
CAP GEMINI	26/10/2006	2006	Capgemini acquiert Kanbay International	2	4
CARREFOUR	08/12/2006	2006	Carrefour rachète les activités polonaises d'Ahold	2	8
CASINO GUICHARD PERRACHON	03/07/2008	2008	Le groupe Monoprix, filiale à 50% de Casino et de Galeries Lafayette, annonce l'acquisition de Naturalia	2	8
CEGEDIM	09/05/2007	2007	CEGEDIM S.A. (Euronext: CGM) a annoncé aujourd'hui la finalisation de son acquisition de Dendrite International, Inc	2	4
CEGID	24/06/2004	2004	CEGID acquiert par voie d'apport 100 % des actions de la société CCMX Holding.	2	4
CIMENTS FRANCAIS	06/12/2004	2004	Ciments Français lance une offre publique d'achat sur les actions de Suez Cement Company	2	8
CNP ASSURANCES	10/10/2006	2006	Ecureuil vie	2	5
COMPAGNIE DES ALPES	29/07/2002	2002	Grévin & Cie	2	7
CREDIT AGRICOLE SA	23/06/2005	2005	Keytrade Bank SA	2	5
CS COMMUNICATION SYSTEMS SA	29/12/2000	2000	CISI HOLDING	2	4
DANONE	15/07/2003	2003	Groupe israélien Mey Eden	2	8
DELACHAUX	03/01/2007	2007	Groupe allemand Wampfler	2	8
DEVOTEAM	11/01/2006	2006	DaVinci	2	4
DEXIA A	04/03/2000	2000	Financial Security Assurance (FSA)	2	5
DEXIA B	31/05/2006	2006	La banque turque DenizBank	2	5
ERAMET	02/05/2006	2006	Weda Bay Nickel	2	8
ESSILOR INTERNATIONAL	16/12/2009	2009	Groupe américain FGX International Holdings	2	8
EXEL INDUSTRIES SA	19/11/2007	2007	Groupe danois Hardi International	2	8
FAURECIA A	25/10/2000	2000	Sommer Allibert	2	1
FININFO	09/09/2004	2004	Dun & Bradstreet France	2	4
GASCOGNE	28/01/2002	2002	société grecque AIGIS	2	8
GAUMONT	06/01/2009	2009	Léonis Productions	2	8

Entreprise	Date de fusion-acquisition	Année	PARTENAIRE (S)	Nombre de partenaires	Secteur d'activité
GECINA	17/12/2003	2003	Simco	2	7
GFI	23/03/2009	2009	Société Forstum Business Solutions	2	4
GROUPE FLO	12/05/2000	2000	la chaîne Bistro Romain	2	7
GROUPE PARTOUCHE	30/09/2005	2005	Groupe de Divonne	2	7
HAVAS ADVERTISING	17/04/2001	2001	McKinney&Silver	2	4
INGENICO A	01/09/2001	2001	IVI-Checkmate	2	4
INGENICO B	30/06/2006	2006	Moneyline	2	4
IPSOS	15/05/2007	2007	Société turque, KMG Research	2	4
LAFARGE A	08/01/2001	2001	Blue Circle Industries PLC	2	8
LAFARGE B	10/12/2007	2007	Orascom Cement	2	8
LDC	08/06/2005	2005	Traiteur Agis	2	8
LECTRA	06/01/2004	2004	Investronica	2	4
LEGRAND A	17/07/2000	2000	Wiremold	2	8
LISI	17/12/2007	2007	Seignol et Intermed Application	2	8
L'OREAL	17/03/2006	2006	The Body Shop	2	2
MANITOU BF	08/09/2008	2008	Société GEHL	2	8
MICHELIN	09/07/2007	2007	Société Oliver Rubber Co	2	8
NEOPOST A	25/07/2002	2002	Groupe allemand Stielow	2	8
NEOPOST B	25/09/2007	2007	PFE Internati	2	8
NORBERT DENTRESSANGLE	14/12/2007	2007	Société de transport et de logistique Christian Salvesen	2	3
PERNOD RICARD	21/04/2005	2005	Allied Domecq	2	8
PINAULT PRINTEMPS REDOUTE	10/04/2007	2007	Puma	2	8
PUBLICIS GROUPE SA	15/06/2007	2007	Business Interactif	2	4
RHODIA A	15/03/2000	2000	Albright & Wilson	2	2
RHODIA B	12/01/2009	2009	Société McIntyre	2	2
SAINT GOBAIN	07/08/2007	2007	Maxit	2	8
SANOFI-AVENTIS	31/12/2004	2004	Aventis	2	2
SCHNEIDER ELECTRIC	30/10/2006	2006	American Power Conversion (APC)	2	6
SCOR SE	21/11/2006	2006	Revios Rückversicherung AG	2	5
SEB A	21/10/2002	2002	Moulinex et Krups	2	8
SEB B	06/08/2006	2006	Chinois Supor	2	8
SECHE ENVIRONNEMENT	07/08/2001	2001	Groupe Alcor	2	8
SIIC DE PARIS	12/09/2007	2007	Le Guynemer	2	4
SOCIETE GENERALE	09/01/2007	2007	Mobiasbanca	2	5
SODEXO	06/04/2001	2001	Wood Dining Services	2	7
SOPRA GROUP A	27/03/2000	2000	Groupe Orgaconseil	2	4
SOPRA GROUP B	16/01/2008	2008	CIBF - Compagnie d'Ingénierie Bancaire et Financière	2	4
SPIR COMMUNICATION	13/09/2005	2005	Caradisiac, société éditrice du site caradisiac.com	2	4

Entreprise	Date de fusion-acquisition	Année	PARTENAIRE (S)	Nombre de partenaires	Secteur d'activité
TOTAL	23/12/2006	2006	Second train de Qatargas II	2	6
UNIBAIL	30/06/2007	2007	RODAMCO	2	6
VALLOUREC	21/01/2005	2005	V & M Tubes	2	8
VICAT SA	20/10/2008	2008	BSA Ciment SA	2	8
VINCI	22/09/2008	2008	Vossloh Infrastructure	2	6
VIVENDI UNIVERSAL	02/12/2007	2007	Activision	2	4
ZODIAC	28/05/2008	2008	Driessen Aerospace	2	3

1.2. Classement des entreprises de l'échantillon Alliances stratégiques (AS) et Fusions-acquisitions (F&A) selon la nouvelle et l'ancienne nomenclature de NYSE Euronext Paris

AS (Alliances stratégiques)

Sur les 47 entreprises composant l'échantillon AS, nous comptons selon l'actuelle nomenclature de NYSE Euronext Paris :

Type de marché	Nombre d'alliances stratégiques	%
CAC 40	23	49 %
CAC Next 20	4	9 %
CAC Mid 100	17	36 %
CAC Small 90	3	6 %
TOTAL	47	100 %

Tableau 21 : Synthèse d'appartenance des sociétés selon nomenclature de NYSE Euronext Paris

(Source : l'auteur)

Sur les 47 entreprises composant l'échantillon AS, nous comptons selon l'ancienne nomenclature de NYSE Euronext Paris:

Type de marché	Nombre d'alliances stratégiques	%
CAC 40	23	49 %
SBF 120	16	34 %
SBF 250	8	17 %
TOTAL	47	100 %

Tableau 22 : Synthèse d'appartenance des sociétés selon l'ancienne nomenclature

(Source : l'auteur)

F&A (fusions-acquisitions) :

Sur les 77 entreprises composant l'échantillon F&A, nous comptons selon l'actuelle nomenclature de NYSE Euronext Paris :

Type de marché	Nombre des fusions-acquisitions	%
CAC 40	27	35 %
CAC Next 20	4	5 %
CAC Mid 100	17	22 %
CAC Small 90	29	38 %
TOTAL	77	100 %

Tableau 23 : Synthèse d'appartenance des sociétés selon nomenclature de NYSE Euronext Paris

(Source : l'auteur)

Sur les 77 entreprises composant l'échantillon F&A, nous comptons selon l'ancienne nomenclature de NYSE Euronext Paris:

Type de marché	Nombre fusions-acquisitions	%
CAC 40	27	35 %
SBF 120	23	30 %
SBF 250	27	35 %
TOTAL	77	100 %

Tableau 24 : Synthèse d'appartenance des sociétés selon l'ancienne nomenclature

(Source : l'auteur)

Classement des Alliances stratégiques (AS) et Fusions-acquisitions (F&A) selon la nouvelle et l'ancienne nomenclature de NYSE Euronext Paris

Alliances Stratégiques (AS) :

Pour le classement des AS selon l'actuelle nomenclature de NYSE Euronext Paris, nous avons :

Type de marché	Nombre d'alliances stratégiques	%
CAC 40	40	53 %
CAC Next 20	8	11 %
CAC Mid 100	24	32 %
CAC Small 90	3	4 %
TOTAL	75	100 %

Tableau 25 : Synthèse d'appartenance d'AS selon nomenclature de NYSE Euronext Paris

(Source : l'auteur)

Le classement des AS selon l'ancienne nomenclature de NYSE Euronext Paris, nous avons :

Type de marché	Nombre d'alliances stratégiques	%
CAC 40	40	53 %
SBF 120	25	33 %
SBF 250	10	13 %
TOTAL	75	100 %

Tableau 26 : Synthèse d'appartenance d'AS selon l'ancienne nomenclature

(Source : l'auteur)

On remarque bien que plus de la moitié (53 %) des alliances de notre échantillon a été conclue par des sociétés de CAC 40, c'est ce qui explique l'intérêt de recours aux alliances stratégiques par les grandes firmes.

Fusions-acquisitions (F&A) :

Pour le classement des F&A selon l'actuelle nomenclature de NYSE Euronext Paris, nous avons :

Type de marché	Nombre des fusions-acquisitions	%
CAC 40	30	34 %
CAC Next 20	4	5 %
CAC Mid 100	21	24 %
CAC Small 90	32	37 %
TOTAL	87	100 %

Tableau 27 : Synthèse d'appartenance des F&A selon nomenclature de NYSE Euronext Paris

(Source : l'auteur)

Pour le classement des F&A selon l'ancienne nomenclature de NYSE Euronext Paris, nous avons :

Type de marché	Nombre fusions-acquisitions	%
CAC 40	30	34 %
SBF 120	29	33 %
SBF 250	28	32 %
TOTAL	87	100 %

Tableau 28 : Synthèse d'appartenance des F&A selon l'ancienne nomenclature

(Source : l'auteur)

Contrairement aux alliances stratégiques, nous remarquons bien que pour le cas des fusions-acquisitions, pour les sociétés des SBF 250 qui sont intéressées par les opérations de fusions-acquisitions quelle que soit la taille de la firme, 34 % des sociétés de notre échantillon sont du CAC 40, 29% du CAC Next 20 et CAC Mid 100 et le reste (37%) sont du CAC Small 90.

1.3. Les principaux secteurs d'activité des entreprises retenus sont les suivants :

- 1- Automobile ;
- 2- Pharmaceutique et Chimie ;
- 3- Céronautique et Transport ;
- 4- Télécoms, Internet, Electronique, Informatique et Services ;
- 5- Banque et Assurance ;
- 6- Energie et Construction ;
- 7- Tourisme ;
- 8- Distribution et Industrie.

2. Sources des données

La construction de notre base de données a fait appel à plusieurs sources d'informations. Nous citons en particulier :

- Les bases des données économiques et financières : Thomson One Banker, Datastream et Diane ;
- Les documents de référence des entreprises (publiés et mis à jour sur le site de l'Autorité des marchés financiers (AMF)) ;
- Les rapports annuels des entreprises (publiés sur leur site Internet) ;
- La presse économique et spécialisée (surtout les Echos des années entre 1997 et 2011, Boursier.com, Capital.fr, l'Usine Nouvelle, l'Expansion, le Figaro, le Point.fr ...), les sites internet (via Google).

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

3. Présentation des données et modèle économétrique

Dans ce paragraphe, nous présentons, dans un premier temps, les statistiques descriptives de notre échantillon. L'idée est de savoir comment sont distribuées les données par rapport à la présence ou l'absence de l'alliance stratégique et de la fusion-acquisition, le secteur

d'appartenance, l'effectif (ou les salaires), le chiffre d'affaires, le nombre de partenaires et le secteur d'activité dans l'alliance stratégique conclue ou l'opération de fusion-acquisition.

Dans un second temps, nous décrivons la démarche économétrique adoptée dans notre recherche.

3.1. Présentation des données

3.1.1. Analyse d'opérations par secteur d'activité et par année

Les deux tableaux ci-dessous regroupent respectivement le nombre d'opérations et leur pourcentage par année et présente le nombre d'opérations par secteur et leur chiffre d'affaires total.

Tableau 29 : Nombre d'opérations d'AS de notre échantillon par année (entre 1999 et 2010)

Année	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Total
Nombre d'opérations	3	7	5	10	5	13	5	4	4	9	8	2	75
Pourcentage	4 %	9 %	7 %	13 %	7 %	17 %	7 %	5 %	5 %	12 %	11 %	3 %	100 %

Tableau 30 : Nombre d'opérations de F&A de notre échantillon par année (entre 2000 et 2009)

Année	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Total
Nombre d'opérations	10	5	4	3	10	8	18	19	6	4	87
Pourcentage	11 %	6 %	5 %	3 %	11 %	9 %	21 %	22 %	7 %	5 %	100 %

Sur les deux tableaux, nous remarquons qu'il n'y a pas une concentration particulière sur une ou plusieurs années données pour le cas des alliances stratégiques, à l'exception de l'année 2004 où 17 % des opérations, soit treize (13) alliances stratégiques, ont été conclues.

Contrairement aux alliances stratégiques, nous constatons 43 % des opérations des fusions-acquisitions en deux ans, entre 2006 et 2007. Les figures précédemment présentées lorsque nous avons traité l'évolution des F&A le confirment.

Comme dans le cas des deux tableaux de répartitions des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions par année, il est important de connaître la répartition ou la concentration de ces dernières par secteur.

Secteur(s) d'activité	Nombre d'opérations		Chiffres d'affaires Total (en millions d'euros)	
	Nombre AS	%	Montant	%
1- Automobile,	9	12 %	23 783	18 %
2- Pharmaceutique et Chimie,	3	4 %	11 754	9 %
3- Aéronautique et Transport,	7	9 %	14 085	10 %
4- Télécoms, Internet, Electronique, Informatique et Services	27	36 %	11 755	9 %
5- Banque et Assurance	7	9 %	37 055	27 %
6- Énergie et Construction	3	4 %	17 528	13 %
7- Tourisme	7	9 %	3 543	3 %
8- Distribution et Industrie	12	16 %	15 805	12 %
Total alliances stratégiques	75	100 %	13 5307	100 %

Tableau 31: Synthèse des secteurs d'activité « alliances stratégiques»

(Source : l'auteur)

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

Tableau 32: Synthèse des secteurs d'activité « fusions-acquisitions»

(Source : l'auteur)

En ce qui concerne leurs secteurs d'activité, nous constatons dans le cas des alliances stratégiques, que les entreprises du secteur TIC (Télécoms, Internet, électronique, informatique et services) représentent 36 % de l'échantillon total, le secteur de la distribution et de l'industrie représente 12 %. En termes de chiffres d'affaires, c'est le secteur banque et assurance qui domine avec 27 % du total chiffres d'affaires et avec juste 7 opérations.

Pour le cas des fusions-acquisitions, c'est plutôt le secteur de la distribution et de l'industrie qui domine avec 28 % des opérations, puis le secteur TIC (Télécoms, Internet, électronique, informatique et services) avec 24 %.

Par conséquent, ces deux secteurs captent à eux seuls 52 % du total des fusions-acquisitions (F&A) de notre échantillon. Cependant, la dispersion du chiffre d'affaires par secteur, comme dans le cas des alliances stratégiques, ne suit pas la même dispersion sectorielle du nombre d'entreprises. Par exemple, le secteur banque et assurance, avec onze opérations, représente 39 % du chiffre d'affaires total, le secteur énergie et construction avec sept opérations représente 25 %, soit un total de 64 % pour les deux secteurs. Les tableaux suivants nous apportent plus d'informations sur leurs données comptables.

Nous allons également présenter ci-joint un tableau récapitulatif du nombre d'alliances stratégiques selon le nombre des partenaires concluant chaque alliance stratégique :

Nombre des partenaires	Nombre AS	%
Alliances entre 2 partenaires	66	88 %
Alliances entre 3 partenaires	5	7 %
Alliances entre 4 partenaires	2	3 %
Alliances entre 5 partenaires	1	1 %
Alliances entre 6 partenaires	1	1 %
Total alliances stratégiques	75	100 %

Tableau 33 : Synthèse nombre alliances stratégique selon le nombre des partenaires

(Source : l'auteur)

En général, les alliances stratégiques se font entre deux partenaires et c'est ce qu'on constate sur le tableau ci-dessus : 88 % des alliances stratégiques ont été conclues entre deux partenaires.

Notons bien que pour les fusions-acquisitions, pour chaque opération de fusion ou d'acquisition nous avons deux (2) partenaires.

3.1.2. Analyse des données comptables et financières en pourcentage et en valeur

Avant toute étude quantitative⁵⁵ et afin de présenter au mieux notre échantillon, un passage par la statistique descriptive est plus qu'utile.

Il est très important d'analyser les données comptables et les ratios financiers avant de procéder au calcul de leur variation. Ceci nous permet d'avoir un aperçu des caractéristiques de nos échantillons (alliances stratégiques et fusions-acquisitions). A noter que sur les deux tableaux suivants, les variables ROA, ROE et PBR sont en pourcentage (%), les autres variables : OPPRMAR, COSTGS, FSALES, SALES, FSALES_SALES sont en millions d'euros (€), N étant un nombre (effectif des salariés).

Tableau 34 : Données descriptives en pourcentage et en valeur pour les alliances stratégiques

Elément	N	Minimum			Maximum			Moyenne			Ecart type		
		Trois ans avant AS	Année de AS	Trois ans après AS	Trois ans avant AS	L'année de AS	Trois ans après AS	Trois ans avant AS	Année de AS	Trois ans après AS	Trois ans avant AS	Année de AS	Trois ans après AS
ROA	75	-2,53	-0,99	-3,08	2,91	2,68	3,63	1,28	1,17	1,25	0,90	0,82	0,95
ROE	75	-1,69	-1,72	-1,37	4,20	4,03	4,03	2,43	2,29	2,39	0,74	0,92	0,78
PBR	75	-1,53	-0,80	-1,59	4,66	2,39	2,22	0,73	0,60	0,52	0,75	0,67	0,61
OPPRMAR	75	-2,20	0,15	-4,38	3,28	3,20	3,19	1,71	1,73	1,76	0,94	0,73	0,95
COSTGS	75	57,87	94,38	92,93	64912	64609	71640	9191	9227	9352	11597	11650	12029
FSALES	75	1,00	1,00	1,00	44527	48999	55192	7092	7804	8036	8370	8994	9313
SALES	75	88,58	143,59	83,97	82149	86967	97828	15024	16131	16926	17454	19210	20416
FSALES_SALES	75	-33,40	-226,55	-40,83	427,77	427,77	145,41	3,11	2,06	2,31	29,06	57,61	13,47
N	75	601	1071	914	490042	495287	680164	72658	74200	74518	80269	80540	83163

⁵⁵ Pour la réalisation de notre étude quantitative, nous avons eu recours au logiciel STATA étant donné la multiplicité des modèles économétriques qu'on pourra tester en l'utilisant ainsi que son utilisation facile par le biais du manuel d'utilisateurs et les forums sur Internet.

Tableau 35 : Données descriptives en pourcentage et en valeur pour les fusions-acquisitions

Elément	N	Minimum			Maximum			Moyenne			Ecart type		
		Trois ans avant F&A	L'année de F&A	Trois ans après F&A	Trois ans avant F&A	L'année de F&A	Trois ans après F&A	Trois ans avant F&A	L'année de F&A	Trois ans après F&A	Trois ans avant F&A	L'année de F&A	Trois ans après F&A
ROA	87	-1,76	-1,51	-1,55	4,10	2,98	3,63	1,49	1,52	1,33	0,90	0,87	0,96
ROE	87	-2,67	-0,19	-1,60	3,78	3,85	3,96	2,56	2,56	2,35	0,69	0,69	0,79
PBR	87	-0,66	-0,46	-0,92	2,53	2,43	1,98	0,80	0,73	0,44	0,60	0,59	0,55
OPPRMAR	87	-2,20	-0,69	-6,91	3,65	3,26	4,08	2,06	2,09	1,94	0,87	0,75	1,14
COSTGS	87	1,44	1,62	12,44	103278	105898	130707	5505	6224	6765	13539	14806	15572
FSALES	87	1	1	1	106762	120803	136360	5418	6278	7115	13353	15005	15974
SALES	87	4,93	11,85	19,78	132689	136824	160331	10731	13715	14868	20319	24690	26342
FSALES SALES	87	-112,8	-15,85	-19340	3987	18,41	444,43	16,29	1,77	-104,20	20319	4,11	1302
N	87	11	11	12	456295	490042	49528	41204	47159	49705	66594	74651	74753

Nous pouvons commenter brièvement les deux tableaux, en observant les évolutions des moyennes pour les deux groupes. Nous retenons pour le cas des alliances stratégiques entre avant et après l'opération, une augmentation d'OPPRMAR de 2,92 %, une légère augmentation des coûts des produits ou marchandises vendus (COSTGS) de 1,75 %, une nette augmentation des ventes à l'étranger (FSales) de 13,3 %, une augmentation significative des ventes totales de 12,6 % et une augmentation de l'effectif des salariés de +2,55 %.

Pour le cas des fusions-acquisitions entre avant et après l'opération, nous observons une baisse de OPPRMAR de 5,83 %, une augmentation des coûts des produits ou marchandises vendus (COSTGS) de 22,88 %, un accroissement de ventes à l'étranger (FSales) de 31,3 %, une augmentation des ventes totales de 38,5 % et une augmentation de l'effectif des salariés de 20,6 %.

A partir des données descriptives, nous constatons qu'il y a une cohérence entre nos observations et les travaux antérieurs. Par exemple, le motif de recours aux alliances stratégiques réside dans la réduction des coûts (des marchandises, des produits finis, des salaires, etc.), l'accroissement du chiffre d'affaires et l'intégration à un marché national ou à l'étranger.

Concernant les alliances stratégiques, il y a une légère augmentation des coûts, cependant, sur le plan de l'activité, il y a une baisse de ces derniers due au rapport entre la variation des

ventes (Sales) et des coûts (GOSTGS). Un coefficient positif de 7,2 est observé, contrairement au coefficient de 1,68 des fusions-acquisitions.

Même interprétation pour l'évolution de l'effectif des salariés pour le cas les alliances stratégiques : il y a une réduction de l'effectif des salariés en dépit d'une légère augmentation visible sur le tableau 31 (+2,55 %). En outre, le coefficient de variation entre les ventes totales et l'effectif des salariés est de 4,94 pour les alliances stratégiques contre 1,86 pour les fusions-acquisitions.

En définitive, nous pouvons confirmer que les motifs de recours aux alliances stratégiques résident réellement dans la réduction des coûts (des marchandises, des produits finis, des salaires, etc.), l'accroissement du chiffre d'affaires et l'intégration à un marché national ou à l'étranger.

Par ailleurs, nous ne pouvons pas affirmer que les alliances stratégiques ou les fusions-acquisitions peuvent créer de la valeur financière. Cette interrogation est l'objet de notre étude dans le chapitre IV.

3.2. Modèle économétrique : estimation sur données de panel

Le terme « données de panel » correspond à l'empilement (pooling) d'observations sur un ensemble d'individus. Selon Sevestre (2002), la double dimension de panel constitue un avantage décisif par rapport aux autres types de données, séries temporelles et coupes transversales.

Cette double dimension permet de rendre compte simultanément de la dynamique des comportements et de leur éventuelle hétérogénéité. Ce qui n'est pas le cas avec les séries temporelles ou les coupes transversales. Elle permet aussi de tenir compte de l'influence des caractéristiques non-observables des individus sur leurs comportements dès lors que celles-ci restent stables dans le temps (Sevestre, 2002).

Le choix d'un modèle statistique dépend du type de données disponibles. Trois types de données se distinguent en fonction de l'unité d'observation (Crepon et Jacquement 2010) :

- Les données temporelles : elles portent sur des observations multiples et sur une même unité (un pays, une entreprise, un individu) ;
- Les données en coupe instantanée (ou transversale) : elles portent sur différentes unités observées dans un même environnement ou période ;

- Les données de panel : ce sont des données à double indice. Elles cumulent les spécificités des données temporelles et en coupe instantanée. Elles portent sur différentes unités d'observations, qui sont observées dans différents environnements ou périodes.

Notre étude mobilise des données de panel. Selon Greene et al. (2011), l'avantage fondamental des données de panel par rapport aux autres types de données (temporelles ou en coupe instantanée) est d'offrir une grande souplesse dans la modélisation des différences de comportement entre les individus observés.

Le modèle général de régression avec des données de panel se présente de la façon suivante :

$$Y_{it} = X_{it}\beta + Z_i\alpha + \epsilon_{it}$$

Avec Y_{it} = les observations de chaque individu i à la période t ; X_{it} = les données observées des variables pour chaque individu i à la période t ; $Z_i\alpha$ = les effets individuels ; β = les coefficients de régression ; ϵ = le terme d'erreur.

Deux dimensions sont essentielles dans les données de panel : la dimension individuelle et la dimension temporelle. La dimension individuelle suppose une différence entre les individus de l'échantillon et la dimension temporelle suppose que les observations des individus puissent varier selon la période (temporelle). Ces dimensions permettent une meilleure analyse des comportements des individus aussi bien entre eux que dans le temps.

3.2.1. Les avantages et les inconvénients des données de panel

Les avantages

La prise en compte d'une double dimension qui peut s'interpréter par la double dimension de l'information disponible : une dimension individuelle (les individus diffèrent les uns des autres) et une dimension temporelle (la situation de chaque individu varie d'une période à l'autre).

La prise en compte d'un nombre important d'observations. Les données de panel sont souvent extrêmement nombreuses, ce qui conduit à des estimations très proches de la vraie valeur des paramètres (Sevestre, 2002).

La quantité d'information contenue dans les données de panel est extrêmement élevée ce qui facilite la discrimination des hypothèses alternatives.

L'estimation sur données de panel permet de confronter aisément le modèle théorique aux observations statistiques (Sevestre, 2002).

Les inconvénients

Une présence importante d'observations aberrantes dues à la taille de l'échantillon qui risque de perturber la qualité des estimations (Huber, 1981).

Une fréquence non-négligeable, dans les sources statistiques utilisées, d'observations non-remplies.

Le recours à des procédures de correction des données aberrantes ou manquantes (cylindrage) qui risque de conduire à une perte d'informations et donc à une moindre précision des estimations et, au pire, à un risque de biais (Sevestre, 2002).

3.2.2. Les effets fixes et aléatoires

Cependant, l'un des grands problèmes d'une estimation sur données de panel est l'hétérogénéité des comportements des individus. Selon la spécification de ces effets, deux approches sont traditionnellement adoptées. La première consiste à les traiter comme une constante individuelle : il s'agit du modèle à effets fixes. La seconde suppose que l'hétérogénéité individuelle est une variable aléatoire dont nous connaissons la distribution. Alors le modèle est dit à erreurs composées.

La distinction entre les deux modèles peut paraître une erreur d'interprétation de leur signification (Mundlak, 1978). Afin de choisir l'un des deux modèles, le test d'Hausman s'impose. Selon Bourbonnais (2000), celui-ci permet de savoir si l'estimateur de M.C.G (les

moindres carrés généralisés), correspondant à l'effet aléatoire, constitue une alternative appropriée à l'estimateur Within des MCO (les moindres carrés ordinaires), correspondant à l'effet fixe.

Le modèle à effets fixes

La caractéristique de ce modèle consiste dans la prise en charge des spécificités individuelles et temporelles par l'introduction d'effets spécifiques aux individus et aux périodes qui constituent autant de coefficients (appelés effets fixes) que l'on peut estimer (Sevestre, 2002).

Le modèle s'écrit de la manière suivante :

$$Y_{nt} = b_0 + a_n + d_t + \sum_{k=1}^k b_k x_{knt} + w_{nt}$$

Y_{nt} : Variable expliquée

x_{knt} : Variable explicative

L'un des attraits essentiels de ce modèle réside dans la possibilité qu'il offre dans l'appréciation de l'effet des grandeurs inobservables sur la variable que l'on cherche à modéliser, dès lors que ces grandeurs inobservables sont stables dans le temps ou communes à tous les individus (Sevestre, 2002).

Le modèle à erreurs composées

Dans ce modèle, les effets spécifiques individuels et temporels sont aléatoires. Le modèle s'écrit de la manière suivante :

$$Y_{nt} = b_0 + \sum_{k=1}^k b_k x_{knt} + \xi_{nt}$$

$$\xi_{nt} = u_{nt} + v_t + w_{nt}$$

La perturbation (l'erreur) est composée de trois éléments : une perturbation idiosyncratique (sans auto-corrélation, ni dans la dimension individuelle, ni dans la dimension temporelle) à laquelle s'ajoute un effet spécifique individuel et un effet temporel. Ces effets sont supposés non auto-corrélés, ni mutuellement corrélés, ni corrélés avec la perturbation. Nous

considérons également qu'ils sont non-corrélés avec les variables explicatives (Sevestre, 2002).

Dans le cadre de notre recherche et afin de répondre à la question suivante : quelles sont les conséquences de la conclusion d'une alliance stratégique ou d'une fusion-acquisition sur la performance financière de l'entreprise ? nous devons développer un modèle de recherche intégrant toutes les variables.

3.3. Modèle de recherche

Nous adoptons le modèle suivant :

Performance financière = création de valeur financière = constante + variables d'alliance stratégique ou fusion-acquisition + variables de contrôle

D'où la régression linéaire suivante pour les AS et F&A respectivement :

$$PF_{it} = \beta_0 + \beta_1 * APAS + \beta_2 * OpPrMargin + \beta_3 * CostGS + \beta_4 * FSales + \beta_5 * Sales + \beta_6 * FSales - Sales + \beta_7 * NPART + \beta_8 * N + \beta_9 * S + \varepsilon$$

$$PF_{it} = \beta_0 + \beta_1 * APMA + \beta_2 * OpPrMargin + \beta_3 * CostGS + \beta_4 * FSales + \beta_5 * Sales + \beta_6 * FSales - Sales + \beta_7 * NPART + \beta_8 * N + \beta_9 * S + \varepsilon$$

PF_{it} : la création de valeur financière de la firme (i) à l'instant (t) mesurée respectivement par le ROE, ROA, PBR

$APAS$, $APMA$: variable respectivement absence ou présence de l'alliance stratégique et de fusion-acquisition

$OpPrMargin$ (*Operating profit margin*): variable Résultat d'exploitation (EBIT)/total chiffre d'affaires

$CostGS$ (*Cost Goods Sold*): variable Coût d'achat des marchandises vendues

$FSales$ (*Foreign sales*) : variable Ventes réalisées à l'étranger

$Sales$: variable Total ventes

$FSales - Sales$: variable Variation ventes réalisées à l'étranger/ variation totale des ventes

N : variable La masse salariale

$NPART$: variable Nombre des partenaires

S : variable Secteur d'activité

$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7, \beta_8, \beta_9$: les coefficients de régression

ε : le terme d'erreur

Conclusion du chapitre 3

Sur la base de notre problématique de recherche, ce chapitre a permis d'expliquer d'un point de vue théorique et pratique la posture épistémologique de ce travail ainsi que la méthode de recueil et d'analyse des données. Les développements effectués au fil de ce chapitre ont mis l'accent sur les aspects résumés ci-dessous :

Le positionnement épistémologique : notre travail se base sur une approche quantitative, et sur une épistémologie positiviste aménagé en adoptant une démarche hypothético-déductive et une approche interprétativiste.

La collecte des données : elle s'appuie sur les données comptables, financières et boursières d'un échantillon de 75 alliances stratégiques et 85 fusions acquisitions réalisées en France et qui sont cotées à l'indice du SBF 250.

Dans le cadre de ce chapitre, nous avons expliqué en détail l'architecture de recherche permettant de faire le lien entre la pensée méthodologique et le matériau empirique. Par conséquent, ce chapitre nous a permis de mettre en avant le fil conducteur de cette thèse et d'organiser et orienter sa deuxième partie qui traite son côté empirique.

DEUXIÈME PARTIE

ANALYSE EMPIRIQUE DE LA MESURE DE LA VALEUR FINANCIÈRE CRÉÉE PAR LES ALLIANCES STRATÉGIQUES ET LES FUSIONS-ACQUISITIONS

Chapitre 3 : Modèle et méthodologie de la recherche

Chapitre 4 : Analyse et interprétation des résultats obtenus

Section 1 : Présentation des résultats réalisés sur les statistiques descriptives

Section 2 : Les déterminants de la performance financière : analyses des résultats de régression

Section 3 : Discussion et interprétation des résultats de la recherche

Chapitre 4

ANALYSE ET INTERPRÉTATION DES RÉSULTATS OBTENUS

Dans ce chapitre, nous testons empiriquement les hypothèses issues de l'analyse théorique. Par conséquent, nous présenterons les résultats et l'analyse des statistiques descriptives (section 1), puis nous analysons les résultats de régressions (section 2), et enfin la discussion et l'interprétation des résultats (section 3).

Notre méthodologie consiste à utiliser des régressions estimées sur données de panel. Trois types de tests économétriques seront appliqués afin d'obtenir le maximum d'informations sur la relation alliance stratégique-performance financière et fusion-acquisition-performance financière.

D'abord, nous procédons par des tests de corrélation entre les variables dépendantes et indépendantes prises individuellement.

Ensuite, des tests de comparaison des moyennes seront effectués. Nous comparerons les deux sous-échantillons étudiés (groupe 1 : les entreprises avant la conclusion de l'alliance stratégique et avant l'opération de fusion-acquisition et groupe 2 : les entreprises après la conclusion de l'alliance stratégique et après l'opération de fusion-acquisition).

Enfin, l'ensemble des variables sera introduit dans un modèle de régression estimé sur données de panel.

La première partie de ce chapitre sera consacrée à la présentation des résultats des différents tests. Quatre modèles seront traités, où les deux premiers modèles représentent les critères comptables et deux derniers représentent les critères boursiers :

- Le premier modèle mesure la rentabilité économique exprimée par le ROA, en fonction de l'ensemble des variables explicatives et de contrôle.

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 * APAS + \beta_2 * OpPrMargin + \beta_3 * CostGS + \beta_4 * FSales + \beta_5 * Sales + \beta_6 * FSales - Sales + \beta_7 * NPART + \beta_8 * N + \beta_9 * S + \varepsilon$$

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 * APMA + \beta_2 * OpPrMargin + \beta_3 * CostGS + \beta_4 * FSales + \beta_5 * Sales + \beta_6 * FSales - Sales + \beta_7 * NPART + \beta_8 * N + \beta_9 * S + \varepsilon$$

- Le deuxième modèle est représenté par la rentabilité financière mesurée par le ROE en fonction de l'ensemble des variables explicatives et de contrôle.

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 * APAS + \beta_2 * OpPrMargin + \beta_3 * CostGS + \beta_4 * FSales + \beta_5 * Sales + \beta_6 * FSales - Sales + \beta_7 * NPART + \beta_8 * N + \beta_9 * S + \varepsilon$$

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 * APMA + \beta_2 * OpPrMargin + \beta_3 * CostGS + \beta_4 * FSales + \beta_5 * Sales + \beta_6 * FSales - Sales + \beta_7 * NPART + \beta_8 * N + \beta_9 * S + \varepsilon$$

- Le troisième modèle explique, quant à lui, la performance boursière mesurée par le PBR en fonction des mêmes variables explicatives et de contrôle que les deux modèles précédents.

$$PBR_{it} = \beta_0 + \beta_1 * APAS + \beta_2 * OpPrMargin + \beta_3 * CostGS + \beta_4 * FSales + \beta_5 * Sales + \beta_6 * FSales - Sales + \beta_7 * NPART + \beta_8 * N + \beta_9 * S + \varepsilon$$

$$PBR_{it} = \beta_0 + \beta_1 * APMA + \beta_2 * OpPrMargin + \beta_3 * CostGS + \beta_4 * FSales + \beta_5 * Sales + \beta_6 * FSales - Sales + \beta_7 * NPART + \beta_8 * N + \beta_9 * S + \varepsilon$$

- Enfin un quatrième modèle expliquera la performance boursière à court terme mesurée par la rentabilité anormale (RA), la rentabilité anormale cumulée (RAC), la rentabilité anormale moyenne (RAM) et la rentabilité anormale moyenne cumulée (RAMC). La significativité de ces éléments est mesurée par de test de *Student*.

Section 1 : PRÉSENTATION DES RÉSULTATS RÉALISÉS SUR LES STATISTIQUES DESCRIPTIVES

Dans un premier temps, nous présenterons les statistiques descriptives des variables utilisées. Nous tenterons de vérifier s'il existe des corrélations entre les variables indépendantes et les variables dépendantes, d'une manière bilatérale.

Dans un second temps, nous introduirons l'ensemble des variables dans un modèle qui sera estimé sur données de panel. Nous tenterons de déterminer les coefficients liant les variables dépendantes et les variables indépendantes, ainsi que le sens et la significativité des corrélations.

Pour l'ensemble des tests élaborés, nous avons utilisé le logiciel **STATA 2010**, notamment pour les statistiques descriptives, les tests de comparaison de moyennes, le test de *Student* ainsi que les tests de régressions, et le logiciel **RATS** pour les tests de normalité et de stationnarité ainsi que pour l'estimation des paramètres α et β , qui ont été calculés grâce à la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO), afin de calculer le rendement théorique ($R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$) et par conséquent calculer le rendement anormal (RA) (Cf. Point 1.1 du chapitre 2).

1. Statistiques descriptives et analyse des statistiques descriptives

Nous présentons les caractéristiques statistiques relatives aux variables utilisées.

1.1. Les statistiques descriptives

Il est très important d'analyser les données comptables et les ratios financiers avant de procéder au calcul de leur variation. Ceci nous permet d'avoir un aperçu sur les caractéristiques de nos échantillons (alliances stratégiques et fusions-acquisitions). A noter que sur les deux tableaux suivants les variables ROA, ROE et PBR sont en pourcentage (%) et les autres variables, OPPRMAR, COSTGS, FSALES, SALES, FSALES_SALES et N sont en millions d'euros (€) .

Tableau 36 : Données descriptives en pourcentage et en valeur pour les alliances stratégiques

Elément	N	Minimum			Maximum			Moyenne			Ecart type		
		Trois ans avant AS	L'année de AS	Trois ans après AS	Trois ans avant AS	L'année de AS	Trois ans après AS	Trois ans avant AS	L'année de AS	Trois ans après AS	Trois ans avant AS	L'année de AS	Trois ans après AS
ROA	75	-2,53	-0,99	-3,08	2,91	2,68	3,63	1,28	1,17	1,25	0,90	0,82	0,95
ROE	75	-1,69	-1,72	-1,37	4,20	4,03	4,03	2,43	2,29	2,39	0,74	0,92	0,78
PBR	75	-1,53	-0,80	-1,59	4,66	2,39	2,22	0,73	0,60	0,52	0,75	0,67	0,61
OPPRMAR	75	-2,20	0,15	-4,38	3,28	3,20	3,19	1,71	1,73	1,76	0,94	0,73	0,95
COSTGS	75	57,87	94,38	92,93	64912	64609	71640	9191	9227	9352	11597	11650	12029
FSALES	75	1,00	1,00	1,00	44527	48999	55192	7092	7804	8036	8370	8994	9313
SALES	75	88,58	143,59	83,97	82149	86967	97828	15024	16131	16926	17454	19210	20416
FSALES SALES	75	-33,40	-226,55	-40,83	427,77	427,77	145,41	3,11	2,06	2,31	29,06	57,61	13,47
N	75	601	1071	914	490042	495287	680164	72658	74200	74518	80269	80540	83163

Tableau 37 : Données descriptives en pourcentage et en valeur pour les fusions-acquisitions

Elément	N	Minimum			Maximum			Moyenne			Ecart type		
		Trois ans avant F&A	L'année de F&A	Trois ans après F&A	Trois ans avant F&A	L'année de F&A	Trois ans après F&A	Trois ans avant F&A	L'année de F&A	Trois ans après F&A	Trois ans avant F&A	L'année de F&A	Trois ans après F&A
ROA	87	-1,76	-1,51	-1,55	4,10	2,98	3,63	1,49	1,52	1,33	0,90	0,87	0,96
ROE	87	-2,67	-0,19	-1,60	3,78	3,85	3,96	2,56	2,56	2,35	0,69	0,69	0,79
PBR	87	-0,66	-0,46	-0,92	2,53	2,43	1,98	0,80	0,73	0,44	0,60	0,59	0,55
OPPRMAR	87	-2,20	-0,69	-6,91	3,65	3,26	4,08	2,06	2,09	1,94	0,87	0,75	1,14
COSTGS	87	1,44	1,62	12,44	103278	105898	130707	5505	6224	6765	13539	14806	15572
FSALES	87	1	1	1	106762	120803	136360	5418	6278	7115	13353	15005	15974
SALES	87	4,93	11,85	19,78	132689	136824	160331	10731	13715	14868	20319	24690	26342
FSALES SALES	87	-112,88	-15,85	-19340	3987	18,41	444,43	16,29	1,77	-104,20	20319	4,11	1302
N	87	11	11	12	456295	490042	49528	41204	47159	49705	66594	74651	74753

1.2. Analyse des statistiques descriptives

Nous pouvons commenter brièvement les deux tableaux, en observant les évolutions des moyennes pour les deux groupes. Nous retenons pour le cas des alliances stratégiques entre avant et après l'opération, une augmentation d'OPPRMAR de 2,92 %, une légère augmentation de coûts des services, des produits ou marchandises vendues (COSTGS) de 1,75 %, une nette augmentation de ventes à l'étranger (FSales) de 13,3 %, une augmentation

significative des ventes totales de 12,6% et une augmentation de l'effectif des salariés de +2,55 %.

Pour le cas des fusions-acquisitions entre avant et après l'opération, nous observons une baisse de OPPRMAR de 5,83 %, une augmentation de coûts des produits ou marchandises vendus (COSTGS) de 22,88 %, un accroissement de ventes à l'étranger (FSales) de 31,3 %, une augmentation des ventes total de 38,5 % et une augmentation de l'effectif des salariés de 20,6 %.

A partir des données descriptives, nous constatons qu'il y a une cohérence entre nos observations et les travaux antérieurs. Par exemple, le motif de recours aux alliances stratégiques réside dans la réduction des coûts (des services, des marchandises, des produits finis, des salaires, etc.), l'accroissement du chiffre d'affaires et l'intégration à un marché national ou à l'étranger.

Concernant les alliances stratégiques, bien qu'il y ait une légère augmentation des coûts, cependant, sur le plan de l'activité, il y a une baisse de ces derniers due au rapport entre la variation des ventes (Sales) et des coûts (GOSTGS). Un coefficient positif de 7,2 est observé, contrairement au coefficient de 1,68 des fusions-acquisitions.

La même interprétation pour l'évolution de l'effectif des salariés pour le cas les alliances stratégiques. Il y a une réduction de l'effectif des salariés en dépit d'une légère augmentation visible sur le tableau 33 (+2,55 %). En outre, le coefficient de variation entre les ventes totales et l'effectif des salariés est de 4,94 pour les alliances stratégiques contre 1,86 pour les fusions-acquisitions.

En définitif, nous pouvons confirmer que les motifs de recours aux alliances stratégiques résident réellement dans la réduction des coûts (des marchandises, des produits finis, des salaires, etc.), l'accroissement du chiffre d'affaires et l'intégration à un marché national ou à l'étranger.

Par ailleurs, nous ne pouvons pas affirmer que les alliances stratégiques ou les fusions-acquisitions peuvent créer de la valeur financière. Cette interrogation est l'objet de notre étude dans le chapitre IV.

En résumé, à partir des commentaires entrepris sur les deux (02) tableaux des données descriptives pour les alliances stratégiques et les fusions-acquisitions, nous pouvons dire qu'il existe un impact plus en moins significatif et positif dans le cas des alliances stratégiques,

alors que dans les cas des fusions-acquisitions, nous constatons un impact plutôt neutre ou négatif avant et après la fusion-acquisition (cf. le tableau 37)

2. Tests de comparaison des moyennes

Afin de cerner les différentes corrélations entre les variables dépendantes et indépendantes, nous effectuons trois tests différents : le **test Skewness/Kurtosis de normalité des distributions, le test de stationnarité.**

Dans un second temps, nous analysons les résultats des tests de comparaison des moyennes pour les quatre modèles représentant le ROA, le ROE, le PBR et la performance boursière à court terme (la rentabilité anormale moyenne (RAM) et la rentabilité anormale moyenne cumulée (RAMC))⁵⁶.

2.1. Test de normalité

Le test de Normalité de Jarque Bera (1980)

Pour tester l'hypothèse de normalité des données, Jarque Bera a formulé, en 1984, un test qui se base sur le Skewness (coefficient d'asymétrie de la distribution) et la Kurtosis (aplatissement ou épaisseur des queues). Ce test se base sur deux étapes :

- *L'asymétrie de la distribution (Skewness) :*

$$\text{Le coefficient de Skewness est } S = \frac{\left[\frac{1}{n} \cdot \sum_{t=1}^n (x_t - \bar{x})^3 \right]}{\left[\frac{1}{n} \cdot \sum_{t=1}^n (x_t - \bar{x})^2 \right]^{3/2}} \quad \text{ou bien} \quad S = \frac{M_3}{M_2^{3/2}}$$

Cas du Skewness positif : la distribution est étalée vers la droite.

Cas du Skewness négatif : la distribution est étalée vers la gauche.

- *Le degré d'aplatissement (Kurtosis) :*

$$\text{Le coefficient de Kurtosis est } S = \frac{\left[\frac{1}{n} \cdot \sum_{t=1}^n (x_t - \bar{x})^4 \right]}{\left[\frac{1}{n} \cdot \sum_{t=1}^n (x_t - \bar{x})^2 \right]^2} \quad \text{ou bien} \quad S = \frac{M_4}{M_2^2}$$

Dans ces expressions, n est le nombre d'observations.

⁵⁶ Nous avons suivi la même démarche d'Hubler et Meschi (2000).

Sous l'hypothèse de normalité, nous parlons de la normalité des estimateurs de Skewness et

de Kurtosis quand : $S \xrightarrow{L} N(0, \sqrt{\frac{6}{n}})$ et $k \xrightarrow{L} N(3, \sqrt{\frac{24}{n}})$

On commente les résultats par rapport aux normes suivantes :

- Si le Kurtosis est > 3 , on dit que la distribution est mésocurtique, comme c'est le cas pour la distribution normale ;
- Si le Kurtosis est plus grand que trois, on dit que la distribution est leptocurtique. Cette distribution possède alors une queue plus épaisse qu'une distribution normale ;
- Si le Kurtosis est plus faible que trois, on dit que la distribution est platycurtique. Une telle distribution possède une queue plus mince qu'une distribution normale.

Pour que l'hypothèse de normalité de la distribution soit vérifiée, les deux statistiques critiques du Skewness et du Kurtosis doivent être toutes les deux inférieures à 1.96.

Le Test de Jarque Bera repose sur le fait que, si la distribution suit une loi normale, la quantité : $BJ = \frac{n}{6} S + \frac{n}{24} (K - 3)^2 \rightarrow \chi^2_{\alpha-1}(2)$, ainsi si $BJ \geq \chi^2_{\alpha-1}(2)$, nous rejetons l'hypothèse H_0 de normalité au seuil de α %.

2.2. Test de stationnarité

Le test d'existence d'une racine unitaire de Dickey Fuller Augmenté (ADF 1981)

Pour mesurer la performance boursière et la performance réelle, nous devons étudier la stationnarité des séries des rendements quotidiennes (RA, RAM, RAC, RAMC) et les rentabilités annuelles.

Pour ce faire, il faut d'abord soumettre notre étude aux tests de Dickey et Fuller, qui s'avèrent les plus appropriés pour vérifier si une série contient une racine unitaire ou une racine unitaire avec une constante, ou alors une racine unitaire plus une constante et une tendance.

Le test ADF consiste donc à tester les trois modèles suivants :

$$\text{Modèle N°1 : } \Delta r_t = \rho r_{t-1} - \sum_{j=2}^p \Phi_j \Delta r_{t-j+1} + \xi_t$$

$$\text{Modèle N°2 : } \Delta r_t = \rho r_{t-1} - \sum_{j=2}^p \Phi_j \Delta r_{t-j+1} + C + \xi_t$$

$$\text{Modèle N°3 : } \Delta r_t = \rho r_{t-1} - \sum_{j=2}^p \Phi_j \Delta r_{t-j+1} + C + bt + \xi_t$$

L'hypothèse nulle du test ADF (présence d'une racine unitaire ($\rho=0$)) est acceptée si la statistique ADF est supérieure à la valeur critique au seuil correspondant.

Nous avons réalisé l'ensemble des tests sous le logiciel RATS. Ci-dessous deux tableaux pour l'ensemble des tests pour nos échantillons, le test de normalité et stationnarité pour la valorisation boursière (cf. **Tableau 38**) et le test de normalité et de stationnarité sur la valeur réelle (cf. **Tableau 39**).

Tableau 38 : Etude de normalité et de stationnarité pour le court terme

Variables	Statistiques	Alliances stratégiques	Fusions-acquisitions
RA	Mean Std. dev. Skewness Kurtosis JB ADF	-0.0155 2.468 -0.273 9.652 7886.899 S	-0.047 2.299 1.176 11.311 13065.026 S
RAM	Mean Std. dev. Skewness Kurtosis JB ADF	-0.058 0.825 -0.430 12.509 13265.89 S	0.051 0.872 1.757 18.147 33442.638 S
RAC	Mean Std. dev. Skewness Kurtosis JB ADF	-0.768 8.370 -0.410 3.515 1099.938 S	0.203 8.986 0.112 4.205 1736.022 S
RAMC	Mean Std. dev. Skewness Kurtosis JB ADF	-0.869 10.451 -0.392 2.771 700.150 S	1.242 11.256 0.108 4.749 2212.714 S

Nos résultats, des variables pour la mesure de la création de valeur boursière, reportés dans le tableau ci-dessus (Tableau 38), montrent que les séries temporelles de rendements anormaux ont un *Skewness* négatif pour le cas des alliances alors qu'il est positif pour le cas des fusions.

Ce résultat prouve que les rendements inférieurs à la moyenne sont plus fréquents s'agissant des alliances et que les rendements supérieurs à la moyenne sont plus fréquents s'agissant des fusions-acquisitions. Dans notre cas le RA des AS possède un *Kurtosis* égal à 9.652 et un *Skewness* égal à -0.273, le RA des F&A possède un *Kurtosis* égal à 11.311 et un *Skewness*

égal à 1.176. Ainsi, ce sont les mêmes résultats pour la RAM, la RAC et la RAMC que ce soit pour les alliances stratégiques ou les fusions-acquisitions.

Nos résultats montrent aussi que le coefficient d'aplatissement est plus petit que trois pour le cas des alliances. Cette platykurticité signifie que la distribution de la série de rendements anormaux a une queue plus mince qu'une loi normale. Pour le cas des fusions, nos résultats montrent que le coefficient d'aplatissement est plus grand que trois. Une telle leptokurticité est une propriété typique des séries de rendements. Cela signifie que la distribution de la série de rendements anormaux a une queue plus épaisse qu'une loi normale.

En résumé, à partir de ces résultats de test de Jarque-Bera (1980), nous constatons un impact positif de l'annonce d'une fusion-acquisition sur la valeur boursière, contrairement à l'annonce d'une alliance stratégique, qui quant à elle présente un impact négatif. Ces résultats vont être logiquement confirmés avec l'étude du test de *Student* (cf. point 2.1, section 2 du chapitre 4).

Les résultats du test de stationnarité de Dickey Fuller Augmenté (ADF) montrent que nos séries de rendements, RA, RAM, RAC, RAMC sont stationnaires, (S) pour chaque variable sur Tableau 38, pour les deux groupes, alliances stratégiques et fusions-acquisitions.

Tableau 39 : Etude de normalité et de stationnarité pour le long terme

Variables	Statistiques	Alliances stratégiques	Fusion-acquisitions
ROA	Mean Std. dev. Skewness Kurtosis JB ADF	1.25 0.916 -1.260 2.233 215.11 S	1.42 0.926 -1.024 1.062 124.751 S
ROE	Mean Std. dev. Skewness Kurtosis JB ADF	2.387 0.789 -1.739 5.429 765.884 S	2.472 0.740 -1.908 7.392 1574.84 S
PBR	Mean Std. dev. Skewness Kurtosis JB ADF	0.614 0.666 0.284 0.813 21.438 S	0.633 0.602 0.403 0.113 16.430 S
OpPrMar	Mean Std. dev. Skewness Kurtosis JB ADF	1.786 1.064 0.794 13.878 3870.373 S	0.157 2.014 -0.542 0.540 9.158 S
COSTGS	Mean Std. dev. Skewness Kurtosis JB ADF	8.247 1.584 -0.665 -0.221 36.552 S	7.169 1.894 -0.081 -0.181 1.357 S
FSALES	Mean Std. dev. Skewness Kurtosis JB ADF	7.844 2.263 -1.834 3.593 568.318 S	6.931 2.459 -0.799 0.390 7 66.857 S
SALES	Mean Std. dev. Skewness Kurtosis JB ADF	7.936 1.966 -0.106 -0.586 9.899 S	7.936 1.966 -0.106 -0.586 9.899 S
FSALES-SALES	Mean Std. dev. Skewness Kurtosis JB ADF	2.705 30.373 10.216 157.874 536402.422 S	-37.218 867.109 -19.653 428.518 4536746.73 S
N	Mean Std. dev. Skewness Kurtosis JB ADF	9.506 1.866 -0.657 0.840 61.7651 S	9.50 2.055 -0.657 0.840 61.765 S
NPARTS	Mean Std. dev. Skewness Kurtosis JB ADF	9.506 1.866 -0.657 0.840 61.765 S	Pas de résultat ici et je crois que c'est parce que la série est constante. De toute façon , j'ai essayé trois programmes et ils donnent la même chose S
S	Mean Std. dev. Skewness Kurtosis JB ADF	4.684 2.232 0.084 -0.960 20.424 S	5.307 4.223 0.076 -1.245 39.899 S

Nos résultats, des variables pour la mesure de la création de valeur réelle, reportés dans le tableau ci-dessus (Tableau 39), montrent que les séries temporelles de rentabilités annuelles ont un Skewness négatif pour les deux variables à expliquer ROA et ROE, que ce soit pour les alliances ou pour les fusions-acquisitions. Par contre, nous constatons un Skewness positif pour la variable à expliquer PBR, que ce soit pour les alliances ou pour les fusions-acquisitions.

On observe un Skewness négatif pour les variables explicatives, GOSTGS, SALES, FSALES et N, que ce soit pour les alliances ou pour les fusions-acquisitions, sauf pour OPPRMAG, où nous constatons un Skewness positif pour le cas des alliances stratégiques et un Skewness négatif pour le cas des fusions-acquisitions.

Concernant le test de stationnarité de Dickey Fuller Augmenté(ADF), nous constatons que toutes les variables, qu'elles soient à expliquer ou explicatives, sont stationnaires, (S) pour chaque variable sur le Tableau 38, pour les deux groupes, alliances stratégiques et fusions-acquisitions.

En résumé, à partir de ces résultats de test de Jarque BERA (1980), nous constatons des résultats mitigés. Ces résultats vont être logiquement confirmés avec l'étude de la régression (cf. point 1.1.2, section 2 du chapitre 4).

3. Analyse descriptive des deux groupes : Alliances stratégiques et fusions-acquisitions

3.1. Alliance stratégique (AS)

Nous présentons les données descriptives en pourcentage sous trois tableaux. Le premier représente tout l'échantillon d'une manière générale pour toute la période étudiée, le deuxième tableau représente les données avant la conclusion de l'AS et le troisième tableau représente les données après la conclusion de l'AS.

**Tableau 40 : Données descriptives en pourcentage des AS
(Résultats pour toute la période)**

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Roa	525	1.249937	.9156528	-3.079114	3.627353
Roe	525	2.393337	.7833724	-1.7168	4.200908
Pbr	524	.6222176	.6876436	-1.585468	4.663774
opprmar	525	1.737975	.9143472	-4.382027	3.279438
Fsales	525	7.839024	2.259323	0	10.91857
Sales	525	8.797841	1.608909	4.430471	11.49097
fsales_sales	525	2.6214	30.33604	-226.5504	427.7682
N	525	10.44343	1.508391	6.398595	13.43009
npart	525	2.213333	.679732	2	6
S	525	4.666667	2.231226	1	8

**Tableau 41 : Données descriptives en pourcentage des AS
(Période avant la conclusion AS)**

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Roa	525	1.275411	.9039	-2.525729	2.906847
Roe	525	2.431377	.7370177	-1.685887	4.200908
Pbr	524	.7288072	.7530843	-1.530787	4.663774
opprmar	525	1.711497	.936109	-2.195796	3.279438
Fsales	525	7.71238	2.310653	0	10.70385
Sales	525	8.702229	1.653279	4.483929	11.31628
fsales_sales	525	3.106849	29.06192	-33.40377	427.7682
N	525	10.37372	1.57262	6.398595	13.10225
npart	525	2.213333	.679732	2	6
S	525	4.666667	2.231226	1	8

**Tableau 42 : Données descriptives en pourcentage des AS
(Période après la conclusion AS)**

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Roa	525	1.232389	.9249249	-3.079114	3.627353
Roe	525	2.366355	.81499	-1.7168	4.033165
Pbr	524	.5426307	.6238997	-1.585468	2.392654
opprmar	525	1.756509	.900025	-4.382027	3.196948
Fsales	525	7.934006	2.219232	0	10.91857
Sales	525	8.86955	1.573775	4.430471	11.49097
fsales_sales	525	2.245895	31.33127	-226.5504	427.7682
N	525	10.4957	1.458836	6.817831	13.43009
npart	525	2.213333	.679732	2	6
S	525	4.666667	2.231226	1	8

3.2. Fusions-acquisitions (F&A)

Nous présentons les données descriptives en pourcentage sous trois tableaux. Le premier représente tout l'échantillon d'une manière générale pour toute la période étudiée, le deuxième tableau représente les données avant l'opération de F&A et le troisième tableau représente les données après l'opération de F&A.

**Tableau 43 : Données descriptives en pourcentage des F&A
(Résultats pour toute la période)**

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Roa	609	1.425338	.9266475	-1.756836	4.100084
Roe	609	2.472006	.7405402	-2.668013	3.955584
Pbr	609	.6333493	.6024959	-.9198551	2.527554
opprmar	609	2.014614	.9800685	-6.907755	4.0783
Fsales	609	6.931201	2.459651	0	11.82305
Sales	609	7.93619	1.96677	1.59615	11.985
fsales_sales	609	37.21805	867.1094	-19340.42	3987.209
N	609	9.506409	1.866001	2.397895	13.11289
npart	609	2	0	2	2
S	609	5.310345	2.054498	1	8

**Tableau 44 : Données descriptives en pourcentage des F&A
(Période avant l'opération de F&A)**

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Roa	609	1.488987	.9045304	-1.756836	4.100084
Roe	609	2.556095	.6911846	-2.668013	3.776493
Pbr	609	.7985549	.6024339	-.661999	2.527554
opprmar	609	2.062343	.8687524	-2.195796	3.647634
Fsales	609	6.693951	2.564189	0	11.57836
Sales	609	7.736098	1.986234	1.59615	11.79576
fsales_sales	609	16.28554	250.7587	-112.8816	3987.209
N	609	9.348468	1.908053	2.397895	13.0309
npart	609	2	0	2	2
S	609	5.310345	2.054498	1	8

**Tableau 45 : Données descriptives en pourcentage des F&A
(Période après l'opération de F&A)**

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Roa	609	1.375068	.9421435	-1.550367	3.627353
Roe	609	2.402541	.7732211	-1.600726	3.955584
Pbr	609	.5102929	.5731909	-.9198551	2.434107
opprmar	609	1.978965	1.055501	-6.907755	4.0783
Fsales	609	7.104629	2.369114	0	11.82305
Sales	609	8.08626	1.941387	2.472581	11.985
fsales_sales	609	-77.62523	1127.017	-19340.42	444.4316
N	609	9.624864	1.827634	2.397895	13.11289
npart	609	2	0	2	2
S	609	5.310345	2.054498	1	8

Ici, nous avons présenté les données en pourcentages, l'analyse des tableaux est la même que celle que nous avons présentée précédemment dans le point (1.2), section 1 du chapitre 4.

Section 2 : LES DÉTERMINANTS DE LA PERFORMANCE FINANCIÈRE : ANALYSE DES RÉSULTATS DE RÉGRESSION

Dans cette section, nous analysons les résultats obtenus, suite aux tests statistiques que nous avons menés. Nous procéderons d'abord à la comparaison de nos résultats avec ceux des travaux existants. Puis, nous aborderons la vérification des hypothèses théoriques développées précédemment.

Dans la deuxième étape de cette section, nous tenterons d'expliquer les résultats de notre étude qui réfutent l'existence d'une relation entre l'alliance stratégique et la performance financière, et la relation entre la fusion-acquisition et la performance financière des entreprises étudiées.

1. Résultats

Lors de cette sous-section, nous présentons et commentons les résultats des corrélations et des régressions pour les deux groupes.

1.1. La mesure de la création de valeur financière

L'étude de la mesure de création de valeur dans notre travail, ne concerne que la mesure de la création de valeur financière. Nous proposons alors les résultats de l'étude de corrélation et ceux des régressions des trois modèles élaborés pour la mesure de la création de valeur réelle. Pour disposer d'une base solide pour nos analyses, nous nous sommes référés aux travaux antérieurs d'Hubler et Meschi (2000) pour la mesure de la création de valeur boursière, aux travaux de Park, 2003 ; Yook, 2004 ; Harrison, Hitt, Hoskisson et Ireland, 1991 ; Camerlynck Ooghe et De Langhe, 2005, ainsi que l'utilisation des bases de données DATASTREAM, Thomson One Banker et Diane pour collecter le maximum de données concernant les entreprises de notre échantillon. La triangulation des méthodes permet la confirmation de l'apport empirique de notre thèse.

Le recours à la méthode de l'étude d'événement, à la méthode de comparaison des moyennes et à la méthode des régressions, en étudiant et analysant les différentes données, met en avant cette triangulation des méthodes.

Ces différentes voies de triangulation, à savoir triangulation théorique, triangulation des sources des données et triangulation des méthodes, permettent d'accroître la validité et la

fiabilité de l'analyse (Miles et Huberman, 2003). Elles ont pour vocation d'assurer une meilleure qualité d'analyse par le croisement des données et d'études.

1.1.1. Etude de la corrélation

La corrélation entre deux ou plusieurs variables aléatoires correspond à l'étude de la relation qui peut exister entre ces variables. Sa mesure est obtenue à l'aide du coefficient de corrélation linéaire qui est égal à leur covariance sur le produit non nul de leurs écarts types. Le coefficient de corrélation doit être compris entre -1 et 1 en indiquant le sens de cette relation. Plus il est proche de 1 ou -1, plus est forte la relation entre les deux variables.

Malgré notre choix pour intégrer la variable GOSTGS, dans le cadre de notre étude, il était impossible de garder cette dernière (la variable GOSTGS), après avoir réalisé le premier test de corrélation et cela pour un problème de colinéarité (cf. annexes 12 et 18).

Tableau 46 : Les corrélations du groupe AS

	ROA	ROE	PBR	Opprmar	Fsales	Sales	FSales-sales	N
ROA	1.0000							
ROE	0.5780	1.0000						
PBR	0.3038	0.2620	1.0000					
Opprmar	0.3889	0.2875	0.3523	1.0000				
FSales	-0.2043	-0.0710	-0.0122	-0.1753	1.0000			
Sales	-0.3065	0.0053	-0.0478	-0.1114	0.7938	1.0000		
FSales_sales	0.0364	0.0606	0.0091	0.0492	-0.0719	-0.0840	1.0000	
N	-0.1536	-0.0538	-0.0164	-0.1535	0.7859	0.8489	-0.1017	1.0000

Tableau 47 : Les corrélations du groupe F&A

	ROA	ROE	PBR	Opprmar	Fsales	Sales	FSales-sales	N
ROA	1.0000							
ROE	0.6083	1.0000						
PBR	0.4195	0.4582	1.0000					
Opprmar	0.5148	0.4627	0.2958	1.0000				
FSales	-0.1622	-0.0369	-0.1472	-0.0968	1.0000			
Sales	-0.3255	-0.0000	-0.1444	-0.1378	0.8768	1.0000		
FSales_sales	0.0443	0.0056	0.0520	0.0042	0.0115	-0.0194	1.0000	
N	-0.1874	-0.0284	-0.0503	-0.1884	0.8521	0.8568	0.0072	1.0000

1.1.2. Etude de la régression

Pour l'ensemble des résultats, nous vérifions la valeur de P-value par rapport aux seuils de significativité suivants : 1 % (***) ; 5 % (**) ; 10 % (*).

Si P-value > 10 % => le coefficient est non significatif (ns).

Tableau 48 : Résultat des régressions des AS (en général)

$PF_{it} = \beta_0 + \beta_1 * APAS + \beta_2 * OpPrMargin + \beta_3 * CostGS + \beta_4 * FSales + \beta_5 * Sales + \beta_6 * FSales - Sales + \beta_7 * NPART + \beta_8 * N + \beta_9 * S + \varepsilon$						
	ROA		ROE		PBR	
	Coeff	P- value	Coeff	P- value	Coeff	P- value
OpPrMargin	.3441957	0.000***	.3895839	0.000***	.1576024	0.000***
Fsales	.0736662	0.495	-.0245127	0.596	-.0155889	0.825
Sales	.2933054	0.198	.0531292	0.479	-.4333134	0.004***
Fsales_Sales	.0010993	0.193	.0020453	0.027**	.0005209	0.364
N	-.5044019	0.001***	-.0235054	0.755	.0177488	0.844
Npart			-.0848369	0.349		
S			-.070104	0.014**		

Tableau 49 : Résultat des régressions des AS (avant l'alliance)

$PF_{it} = \beta_0 + \beta_1 * APAS + \beta_2 * OpPrMargin + \beta_3 * CostGS + \beta_4 * FSales + \beta_5 * Sales + \beta_6 * FSales - Sales + \beta_7 * NPART + \beta_8 * N + \beta_9 * S + \varepsilon$						
	ROA		ROE		PBR	
	Coeff	P- value	Coeff	P- value	Coeff	P- value
OpPrMargin	.3399823	0.001***	.31371	0.000***	.1760597	0.006***
Fsales	-.0763402	0.718	-.0320694	0.536	-.0451567	0.793
Sales	.8807723	0.118	.0976777	0.243	-.562795	0.177
Fsales_Sales	-.0000832	0.945	.0009349	0.482	.0006953	0.492
N	-.7609001	0.045**	-.0590199	0.509	.0917911	0.700
Npart			-.1173997	0.224		
S			-.0294496	0.350		

Tableau 50 : Résultat des régressions des AS (après l'alliance)

$PF_{it} = \beta_0 + \beta_1 * APAS + \beta_2 * OpPrMargin + \beta_3 * CostGS + \beta_4 * FSales + \beta_5 * Sales + \beta_6 * FSales - Sales + \beta_7 * NPART + \beta_8 * N + \beta_9 * S + \varepsilon$						
	ROA		ROE		PBR	
	Coeff	P- value	Coeff	P- value	Coeff	P- value
OpPrMargin	.4940214	0.000***	.3571543	0.000***	.1129907	0.005***
Fsales	-.0466426	0.774	-.0260508	0.647	-.0018756	0.984
Sales	.9481825	0.022**	.0677897	0.439	-.2929679	0.200
Fsales_Sales	.0018634	0.099*	.0026861	0.034**	.0004711	0.473
N	-.3938089	0.067*	-.0291444	0.742	-.0897972	0.395
Npart			-.0738069	0.487		
S			-.0908205	0.005***		

Dans le cas où l'entreprise conclut une alliance stratégique, la lecture des régressions linéaires avant et après l'alliance stratégique montre qu'il existe quelques effets plus ou moins significatifs après l'alliance en faisant la comparaison entre les deux tableaux de régressions avant et après l'alliance stratégique. Nous constatons pour la variable à expliquer ROA, un impact significatif positif pour Sales (coefficient= 0,9481) pour un seuil de significativité de 5 % et Fsales Sales (coefficient = 0,0018) pour un seuil de significativité de 10 %. Par contre pour l'effectif des salariés (N), il y a un impact significatif négatif (coefficient = -0,3938) pour un seuil de significativité de 10 %.

Un autre impact significatif positif est constaté pour la variable explicative Fsales Sales, pour la variable à expliquer ROE (coefficient = 0,0026) pour un seuil de significativité de 5 %. Egalement, la variable explicative du contrôle de secteur d'activité (S) a un impact significatif négatif (coefficient = -0,0908) pour un seuil de significativité de 1 %, pour la même variable à expliquer ROE.

Nous constatons les mêmes résultats en analysant les régressions ainsi que les graphiques en détail, en intégrant aux résultats précédents dans les premier temps l'effet de crise de 2007. Puis nous avons détaillé les résultats des régressions par secteur et enfin nous avons analysé les résultats par secteur d'activité et en intégrant l'effet de la crise de 2007. Tous les détails sont présentés en annexes (cf. annexes 7, 8, 9, 10, 11).

Tableau 51 : Résultats des régressions des F&A (en général)

$$PF_{it} = \beta_0 + \beta_1 * APMA + \beta_2 * OpPr\ Margin + \beta_3 * CostGS + \beta_4 * FSales + \beta_5 * Sales + \beta_6 * FSales - Sales + \beta_7 * NPART + \beta_8 * N + \beta_9 * S + \varepsilon$$

	ROA		ROE		PBR	
	Coeff	P- value	Coeff	P- value	Coeff	P- value
OpPrMargin	.5269558	0.000***	.7380676	0.000***	.1488254	0.000***
Fsales	-.0016098	0.975	.0066774	0.899	-.0651293	0.088*
Sales	.2933766	0.036**	.156977	0.281	.0629997	0.540
Fsales_Sales	.0000144	0.611	.0000145	0.613	8.59e-06	0.683
N	-.7132525	0.000***	-.5478688	0.001***	-.6782726	0.000***

Tableau 52 : Résultats des régressions des F&A (avant la fusion-acquisition)

$$PF_{it} = \beta_0 + \beta_1 * APMA + \beta_2 * OpPr\ Margin + \beta_3 * CostGS + \beta_4 * FSales + \beta_5 * Sales + \beta_6 * FSales - Sales + \beta_7 * NPART + \beta_8 * N + \beta_9 * S + \varepsilon$$

	ROA		ROE		PBR	
	Coeff	P- value	Coeff	P- value	Coeff	P- value
OpPrMargin	.2505104	0.010***	.5509169	0.000***	.1109991	0.042**
Fsales	-.035888	0.805	.0282831	0.831	-.1352968	0.180
Sales	.4113319	0.078*	.5281162	0.014**	.2542922	0.113
Fsales_Sales	-.0001581	0.175	-.0002117	0.047**	-.000174	0.033**
N	-.2595604	0.283	-.6679819	0.003***	-.2173982	0.188

Tableau 53 : Résultats des régressions des F&A (après la fusion-acquisition)

$$PF_{it} = \beta_0 + \beta_1 * APMA + \beta_2 * OpPr\ Margin + \beta_3 * CostGS + \beta_4 * FSales + \beta_5 * Sales + \beta_6 * FSales - Sales + \beta_7 * NPART + \beta_8 * N + \beta_9 * S + \varepsilon$$

	ROA		ROE		PBR	
	Coeff	P- value	Coeff	P- value	Coeff	P- value
OpPrMargin	.4690619	0.000***	.7395626	0.000***	.1010666	0.007***
Fsales	-.0153052	0.802	.004829	0.936	-.06495	0.144
Sales	-.1566306	0.560	.035816	0.901	-.3626224	0.058*
Fsales_Sales	.0000153	0.604	.0000225	0.438	.0000255	0.240
N	-.5613986	0.071*	-.4298279	0.214	-.8160551	0.000***

Dans le cas des fusions-acquisitions, la lecture des régressions linéaires avant et après la fusion ou l'acquisition montre un effet inverse. C'est plutôt avant la fusion-acquisition qu'on constate quelques effets positifs et significatifs. La variable explicative Sales a un impact significatif positif sur les deux variables à expliquer ROA et ROE respectivement (coefficient = 0,4113) pour un seuil de significativité de 10 % et (coefficient = 0,5281) pour un seuil de significativité de 5 %. Elle a également deux impacts significatifs négatifs pour la variable explicative Fsales_Sales sur les deux variables à expliquer ROE et PBR respectivement (coefficient = -0,0002) pour un seuil de significativité de 5 % et (coefficient = -0,0001) pour un seuil de significativité de 5 %, tout cela avant la fusion-acquisition.

En revanche, après la fusion-acquisition, nous constatons quelques effets significatifs, mais négatifs. La variable explicative Sales a un impact significatif négatif sur la performance boursière PBR (coefficient = -0,3625) pour un seuil de significativité de 10 %, le même impact pour l'effectif des salariés N (coefficient = -0,8160) pour un seuil de significativité de 1 %.

La variable explicative effectif des salariés (N) a également un impact significatif négatif sur la variable à expliquer ROA (coefficient = -0,5613) avec une significativité au seuil de 10 %. Exception faite de la variable explicative OpPrMargin qui a un impact significatif positif.

Nous constatons les mêmes résultats en analysant les régressions ainsi que les graphiques en détail en intégrant aux résultats précédents, dans les premiers temps, l'effet de crise de 2007. Puis nous avons détaillé les résultats des régressions par secteur et enfin nous avons analysé les résultats par secteur d'activité et en intégrant l'effet de la crise de 2007. Tous les détails sont présentés en annexes (cf. annexes 13, 14, 15, 16, 17).

2. Analyse des résultats

Dans cette sous-section, nous analysons les résultats obtenus suite aux tests statistiques que nous avons menés. Nous procédons d'abord à la comparaison de nos résultats avec ceux des travaux existants. Puis, nous abordons la vérification des hypothèses théoriques développées précédemment.

Dans la deuxième étape de cette section, nous tenterons d'expliquer les résultats de notre étude qui confirment l'existence d'un effet des alliances stratégiques sur la performance financière à long terme et un effet inverse sur le court terme, et également les résultats qui

réfutant l'existence d'un effet des fusions-acquisitions sur la performance financière à long terme et un effet inverse sur le court terme pour les entreprises étudiées.

2.1. Analyse des résultats à court terme

Alliances stratégiques, fusions acquisition et réaction boursière

Les résultats obtenus dans le cadre de la méthodologie d'événements consistent en la présentation des rentabilités anormales (RA), rentabilités anormales cumulées (RAC), rentabilités anormales moyennes (RAM) et rentabilités anormales moyennes cumulées (RAMC) pour chacun des jours (de $j-6$ à $j+20$) de la fenêtre d'événement, ainsi que le test de significativité (test de *student*) les concernant.

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

Pour bien illustrer ces résultats sur l'évolution des rentabilités anormales (RA), rentabilités anormales cumulées (RAC), rentabilités anormales moyennes (RAM) et rentabilités anormales moyennes cumulées (RAMC), nous avons rajouté des présentations graphiques afin de bien cerner l'évolution de ces dernières durant la fenêtre d'événement.

L'objectif de notre travail de recherche est de tester et de mesurer l'impact à court terme des annonces d'alliances stratégiques (AS) et des fusions-acquisitions (F&A) sur la performance financière (valorisation boursière) des sociétés françaises concernées.

Les résultats particulièrement significatifs ont été observés sur chacun des deux ensembles d'événements, qu'il s'agisse de l'ensemble des annonces des alliances stratégiques ou des fusions-acquisitions. Nous avons également présenté sur des graphiques ces résultats par secteur d'activité (dans notre cas, nous avons choisi, pour l'étude sur le long terme, huit (08) secteurs d'activité). Les résultats obtenus sont les suivants :

2.1.1. Alliances stratégiques

Pour les annonces d'alliances stratégiques nous constatons en général un impact significatif et négatif au cinquième jour avant l'annonce (-0,293% pour la RAM et -0,536 % pour RA), et tout au long de la fenêtre d'événements, toutes les rentabilités anormales moyennes (RAM) sont négatives mais non significatives, sauf pour le premier jour et le deuxième jour après l'annonce respectivement (+0,025 % et +0,003 %) où nous avons les deux RAM positives mais non significatives. Si nous regardons le tableau ci-dessous (tableau 51), nous remarquons que c'est au premier jour après l'annonce (passage de -0,034 % en jour j à

+0,318 % en ($j = +1$) que l'on constate la réaction de marché, ce qui est évident, parce que les annonces sont souvent faites le soir et le marché réagit le lendemain.

On constate également une dégradation de la RAM d'un jour à l'autre aux alentours de 10 % à chaque fois à partir de la date d'événement ($j = 0$) et jusqu'au quinzième jour après l'événement. Entre le ($j = +16$) et ($j = +20$), la dégradation est faible vu que les rentabilités anormales (RA) sont positives (voir le tableau 51).

Si un impact négatif sur les cours des actions est associé aux alliances stratégiques, il semble que ce soit davantage la forme de l'alliance elle-même que son annonce qui soit la conséquence de cette réaction du marché.

L'anticipation du marché boursier aux annonces d'alliances stratégiques est certaine au vu des résultats de notre recherche. Un impact significatif négatif est enregistré cinq (05) jours avant l'annonce, puis des rentabilités anormales moyennes (RAM) négatives. En se référant aux travaux d'Hubler et Meschi (2000), et avec la conclusion de nos résultats, nous pouvons dire que l'information sur les conclusions d'alliances stratégiques est parvenue progressivement aux acteurs financiers, en grande partie avant l'annonce effective au public par les médias. Et par conséquent l'information est déjà prise en compte par les acteurs financiers pour le calcul des cours boursiers. C'est pour cela qu'on voit juste une seule réaction positive du marché au jour ($j = +1$) (+0,318%), contrairement aux résultats sur les fusions-acquisitions où nous constatons que les rentabilités anormales moyennes sont en général positives.

Retenant le conseil d'Hubler et Meschi 2000, sur l'élargissement de la fenêtre d'événement pour voir si les rentabilités anormales moyennes cumulées continuent de se dégrader, et notant qu'Hubler et Meschi (2000) ont choisit une fenêtre d'événement [$j - 10$ à $j + 10$], nous avons choisi d'élargir notre fenêtre d'événement = $j + 20$ après l'annonce de l'événement afin de voir si les rentabilités anormales moyennes cumulées continuent de se dégrader. Nous confirmons que les rentabilités anormales moyennes cumulées (RAMC) continuent de se dégrader et qu'il n'y a pas de tendance de stabilisation (voir tableaux 51 et graphiques 1 et 2 et annexe 1). Après avoir analysé nos résultats par secteur d'activité, nous avons constaté pour le secteur de construction (secteur d'activité 6), l'impact est positif, mais pas significatif. Les mêmes résultats sont constatés, mais avec moins d'importance pour les secteurs 7 et 8 respectivement, secteur de tourisme et secteur de distribution et d'industrie.

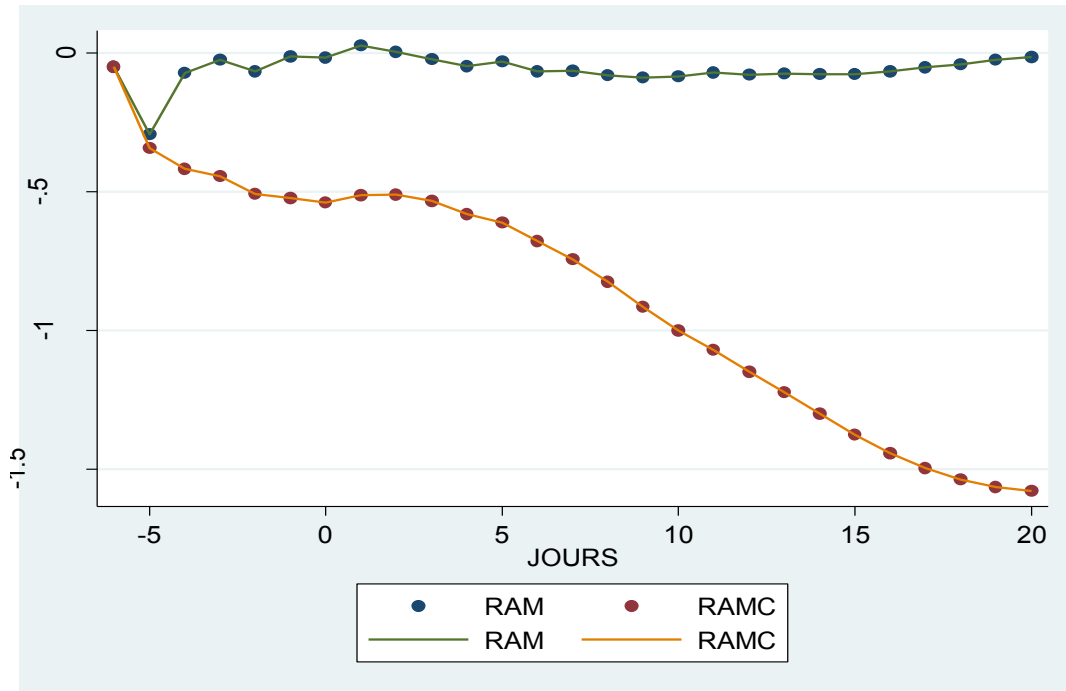
Nous constatons les mêmes résultats en analysant le test de *Student* ainsi que les graphiques sur les fenêtres d'événement [$-10j, +20j$] et [$-20j, +20j$] (cf. annexes 3 et 5).

Tableau 54 : Rentabilités anormales (RA), rentabilités anormales cumulées (RAC), rentabilités anormales moyennes (RAM), rentabilités anormales moyennes cumulées (RAMC) relatives aux annonces des alliances stratégiques (AS)

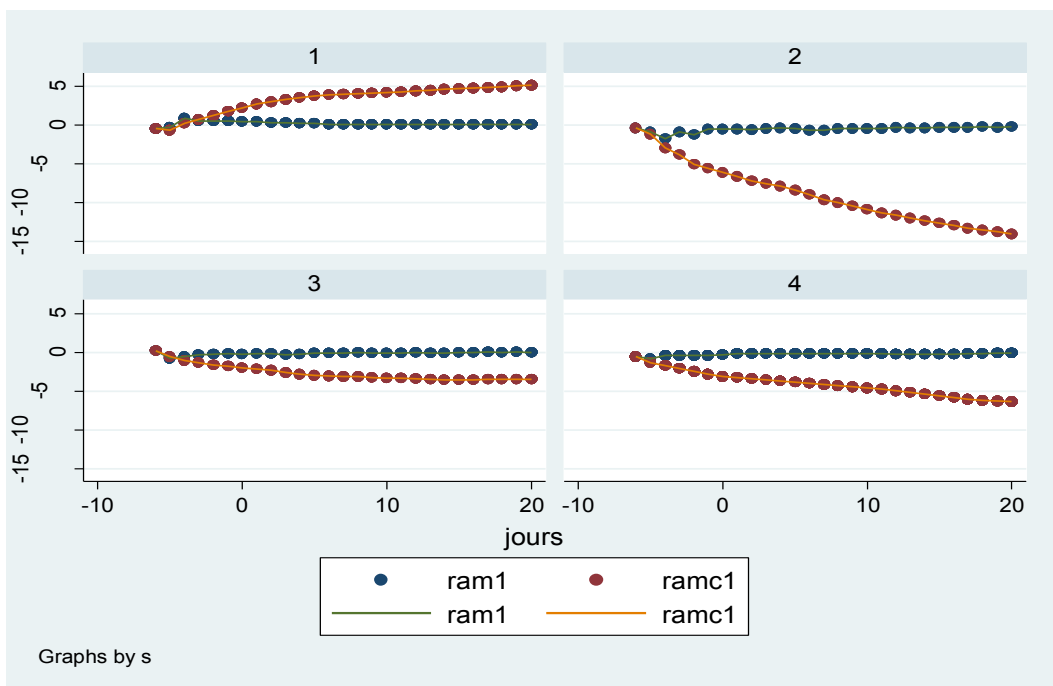
Une fenêtre d'évènement de [-6, +20]

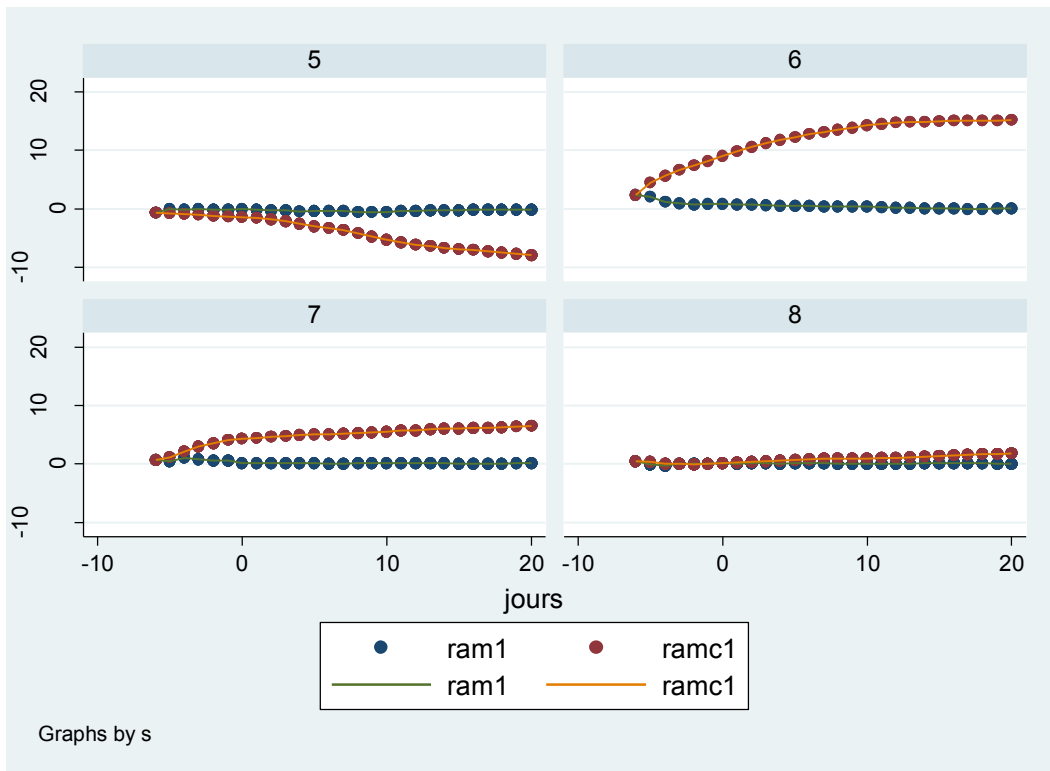
JOURS	RA (%)	RAC (%)	TEST T (RA)	RAM (%)	TEST T (RAM)	RAMC (%)	TEST T (RAMC)
-6	-0,050	-0,050	-0,216	-0,050	-0,216	-0,050	-0,216
-5	-0,536	-0,586	-1,914*	-0,293	-1,691*	-0,344	-0,905
-4	0,365	-0,222	1,111	-0,074	-0,463	-0,418	-0,831
-3	0,117	-0,105	0,541	-0,026	-0,204	-0,444	-0,730
-2	-0,224	-0,328	-0,942	-0,066	-0,637	-0,509	-0,740
-1	0,249	-0,080	0,829	-0,013	-0,140	-0,523	-0,692
0	-0,034	-0,114	-0,110	-0,016	-0,172	-0,539	-0,663
1	0,318	0,204	1,269	0,025	0,291	-0,513	-0,593
2	-0,173	0,031	-0,689	0,003	0,042	-0,510	-0,556
3	-0,257	-0,226	-1,052	-0,023	-0,275	-0,533	-0,547
4	-0,309	-0,535	-1,237	-0,049	-0,654	-0,581	-0,566
5	0,165	-0,370	0,704	-0,031	-0,407	-0,612	-0,566
6	-0,493	-0,864	-1,323	-0,066	-0,839	-0,679	-0,597
7	-0,053	-0,916	-0,199	-0,065	-0,896	-0,744	-0,626
8	-0,299	-1,215	-0,787	-0,081	-1,081	-0,825	-0,664
9	-0,226	-1,442	-0,940	-0,090	-1,289	-0,915	-0,706
10	0,004	-1,438	0,016	-0,085	-1,243	-1,000	-0,741
11	0,174	-1,263	0,577	-0,070	-1,148	-1,070	-0,766
12	-0,225	-1,488	-0,741	-0,078	-1,355	-1,148	-0,799
13	0,004	-1,484	0,015	-0,074	-1,363	-1,222	-0,828
14	-0,132	-1,616	-0,462	-0,077	-1,350	-1,299	-0,857
15	-0,057	-1,673	-0,191	-0,076	-1,381	-1,375	-0,884
16	0,132	-1,541	0,508	-0,067	-1,234	-1,442	-0,906
17	0,268	-1,273	0,973	-0,053	-1,000	-1,495	-0,918
18	0,202	-1,070	0,521	-0,043	-0,817	-1,538	-0,925
19	0,412	-0,658	1,273	-0,025	-0,508	-1,564	-0,922
20	0,238	-0,420	0,969	-0,016	-0,345	-1,579	-0,915
Effectif = 75	*Significatif à 10%	**Significatif à 5%	***Significatif à 1%				

Graphique 1 : Rentabilités anormales moyennes (RAM) et rentabilités anormales moyennes cumulées (RAMC) relatives aux annonces des alliances stratégiques (AS)



Graphique 2 : Rentabilités anormales moyennes (RAM) et rentabilités anormales moyennes cumulées (RAMC) relatives aux annonces des alliances stratégiques (AS) par secteur





2.1.2. Fusions-acquisitions

Pour les fusions-acquisitions, un impact significatif et positif sur les cours apparaît le jour même (tableau 52), le deuxième et le troisième jour après l'annonce, respectivement (+0,178 %, +0,218 %, +0,166 %). De plus, l'évolution des rentabilités anormales moyennes cumulées (RAMC) montre clairement l'apparition de cette influence au moment de l'annonce ($j = 0$), également en $j = +1$ et $j = +2$ puis une stabilisation progressive entre ($j = +3$) et ($j = +20$). En ($j = +1$), c'est là qu'on constate un impact plus significatif et c'est la même explication que pour le cas des alliances stratégiques : si l'annonce de la majorité des fusions-acquisitions de notre échantillon était en fin de journée, il est tout-à-fait logique de constater l'impact le lendemain de l'annonce. Contrairement à ce qu'on a constaté dans le cas des alliances stratégiques pour l'anticipation de l'événement où les acteurs financiers ont anticipé l'événement et ont intégré l'événement dans les cours boursiers avant l'annonce officielle de l'annonce, ici dans le cas des fusions-acquisitions, le marché n'a pas réagi avant l'annonce. Si nous regardons l'évolution des cours boursiers par le biais des rentabilités anormales (RA) et des rentabilités anormales moyennes (RAM), nous pouvons conclure que les acteurs financiers n'ont pas anticipé cet événement avant son annonce officielle sur les médias et la presse. Pour les acteurs financiers, l'annonce d'une fusion-acquisition apporte une

information nouvelle et a un impact positif sur l'évaluation des cours boursiers. Au cinquième jour après ($j = +5$), nous remarquons un impact significatif et négatif de la RAM. La RAM est passée entre ($j = +4$) et ($j = +5$) de (+0,801%) à (+0,159), et c'est ce que confirme le test *Student* sur les rentabilités anormales (RA) (voir le tableau 52 ci-dessous). Un tel impact négatif ne peut provenir que d'une information négative, qui a conduit le marché boursier à réagir. Nous sommes conscients que la plus grande partie des dates d'annonce des fusions-acquisitions de notre échantillon se situe en période de crise, entre l'année 2007 et l'année 2008, et que cela peut expliquer cet impact négatif.

Il est bon de noter qu'il est difficile d'interpréter les réactions du marché boursier lorsque la fenêtre d'événement est plus large, parce qu'il y a beaucoup d'éléments nouveaux qui sont intégrés par les acteurs financiers pour le calcul des cours boursiers.

Au sixième jour ($j = +6$), la RAM a augmenté de plus du double. Elle est passée de (+0,159) RAM au cinquième jour ($j = +5$), à (+0,375). D'un autre côté, si nous regardons les résultats pour les mêmes jours de RA, nous voyons que le RA est passé de négatif à positif, de (-0,593) à (+0,211) (voir le tableau 52, graphiques 3 et 4 et l'annexe 2). Lorsqu'on analyse les résultats par secteur dans le cadre de ces fusions-acquisitions, nous constatons sur les 8 secteurs d'activités que les secteurs 3 et 6, respectivement secteur Aéronautique/Transport et secteur d'Energie et Construction, connaissent un impact négatif mais pas significatif sur le cumul des rendements anormaux (RAMC).

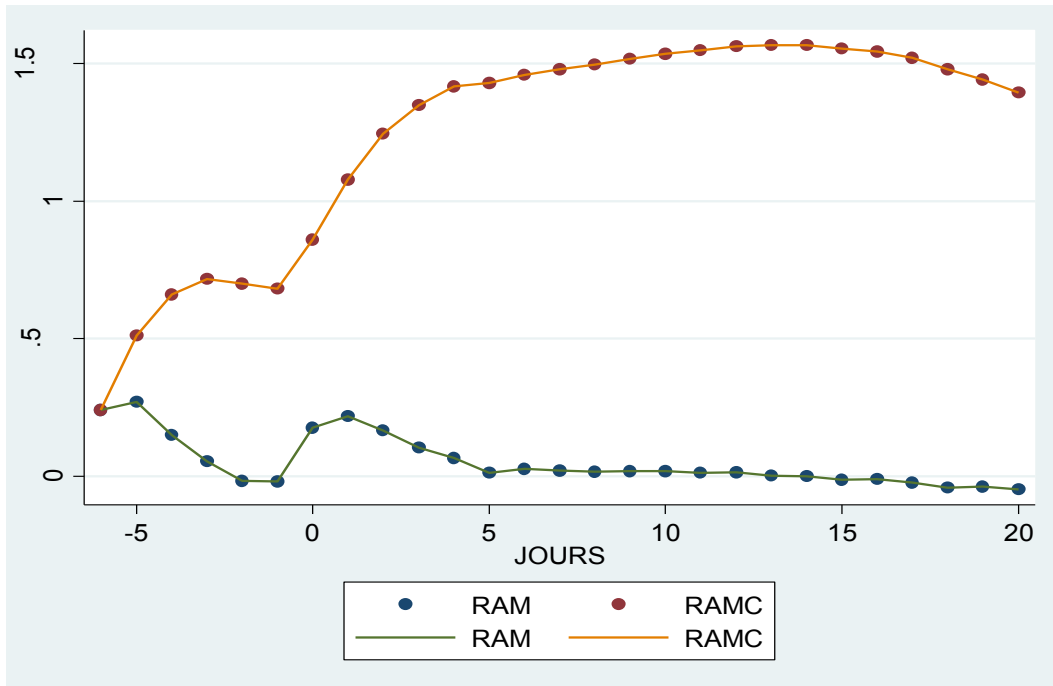
Nous constatons les mêmes résultats en analysant le test de *Student* ainsi que les graphiques sur les fenêtres d'événement [-10, +20] et [-20, +20] (cf. annexes 4 et 6).

Tableau 55 : Rentabilités anormales (RA), rentabilités anormales cumulées (RAC), rentabilités anormales moyennes (RAM), rentabilités anormales moyennes cumulées (RAMC) relatives aux annonces des fusions-acquisitions (F&A)

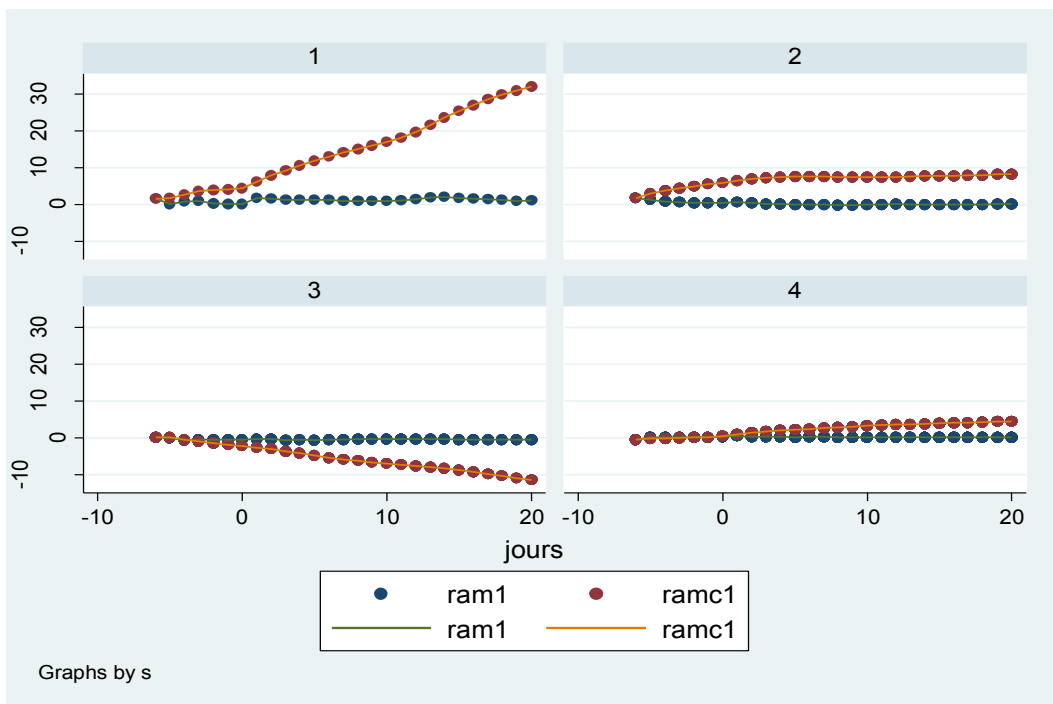
Une fenêtre d'évènement de [-6, +20]

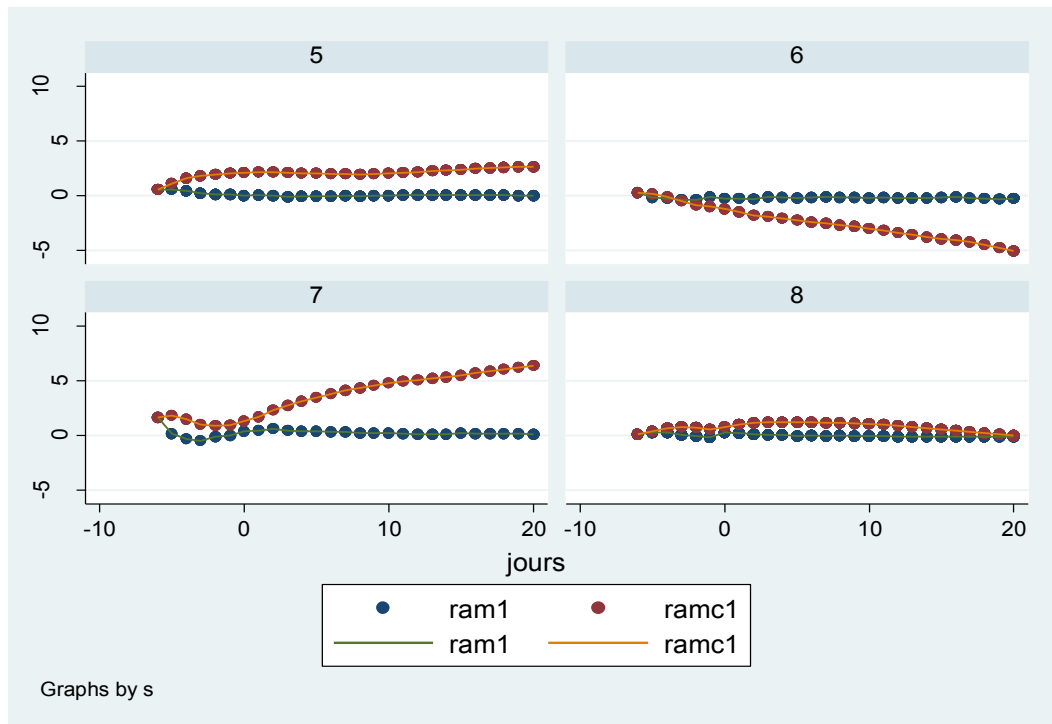
JOURS	RA (%)	RAC (%)	TEST T (RA)	RAM (%)	TEST T (RAM)	RAMC (%)	TEST T (RAMC)
-6	0,241	0,241	1,112	0,241	1,112	0,241	1,112
-5	0,300	0,541	0,984	0,270	1,620	0,512	1,557
-4	-0,092	0,449	-0,424	0,150	0,985	0,661	1,481
-3	-0,231	0,218	-1,304	0,054	0,460	0,716	1,313
-2	-0,296	-0,078	-1,459	-0,016	-0,157	0,700	1,114
-1	-0,035	-0,114	-0,155	-0,019	-0,208	0,681	0,972
0	1,359	1,245	3,077***	0,178	1,626*	0,859	1,104
1	0,502	1,748	1,601	0,218	2,024*	1,078	1,262
2	-0,250	1,498	-1,181	0,166	1,665*	1,244	1,345
3	-0,458	1,040	-1,863	0,104	1,103	1,348	1,360
4	-0,292	0,749	-1,198	0,068	0,801	1,416	1,347
5	-0,593	0,156	-3,246***	0,013	0,159	1,429	1,287
6	0,211	0,367	1,078	0,028	0,375	1,457	1,252
7	-0,069	0,298	-0,260	0,021	0,319	1,479	1,221
8	-0,048	0,250	-0,231	0,017	0,274	1,495	1,192
9	0,076	0,326	0,438	0,020	0,349	1,516	1,169
10	0,002	0,328	0,009	0,019	0,339	1,535	1,146
11	-0,103	0,224	-0,465	0,012	0,222	1,547	1,120
12	0,058	0,283	0,256	0,015	0,269	1,562	1,097
13	-0,229	0,054	-0,894	0,003	0,048	1,565	1,069
14	-0,050	0,004	-0,242	0,000	0,003	1,565	1,039
15	-0,275	-0,271	-0,978	-0,012	-0,219	1,553	1,003
16	0,029	-0,243	0,120	-0,011	-0,194	1,542	0,970
17	-0,305	-0,548	-1,126	-0,023	-0,426	1,519	0,930
18	-0,491	-1,039	-2,122**	-0,042	-0,809	1,478	0,882
19	0,097	-0,943	0,409	-0,036	-0,718	1,442	0,840
20	-0,342	-1,285	-1,543**	-0,048	-0,993	1,394	0,793
Effectif= 87	*Significatif à 10%	** Significatif à 5%	***Significatif à 1%				

Graphique 3 : Rentabilités anormales moyennes (RAM) et rentabilités anormales moyennes cumulées (RAMC) relatives aux annonces des fusions-acquisitions (F&A)



Graphique 4 : Rentabilités anormales moyennes (RAM) et rentabilités anormales moyennes cumulées (RAMC) relatives aux annonces des fusions-acquisitions (F&A) par secteur





Si nous nous fondons sur les conclusions des travaux antérieurs et en particulier ceux de Hubler et Meschi (2000), nous ne pouvons que confirmer l'hypothèse qui dit que les acteurs financiers accordent une prime de contrôle. Nous savons bien qu'il y a plus de contrôle dans le cas d'une fusion-acquisition, qui est protégée par un cadre juridique, que dans les cas des alliances stratégiques qui ne sont pas structurées juridiquement. Et par conséquent les acteurs financiers accordent une prime à l'annonce d'une fusion-acquisition et n'accordent aucune prime spéciale à l'annonce d'une alliance stratégique.

Résultats

Les résultats de notre étude empirique confirment la tendance générale des résultats des travaux anglo-saxons et le travail de Jacquot et Koehl en 1998, en France sur l'impact de l'annonce d'une alliance stratégique ou d'une fusion-acquisition sur les cours boursiers des entreprises.

Dans le cadre des annonces d'alliances stratégiques, les études d'événements recensées sont en grande partie des études anglo-saxonnes : Mac Connel et Nontell, 1985 ; Finnerty et All., 1986 ; Lee et Wyatt, 1990 ; Koh et Venkatramen, 1991 ; Reuer et Miller, 1997 ; Jacquot et Koehl, 1998 ; Das et Al., 1998. Les études françaises : J. Hubler et P. Meschi, 2000 ; Jacquot et Koehl, 1998, ont montré l'existence d'un impact significatif négatif entre l'annonce d'une alliance stratégique et la valorisation boursière (richesse des actionnaires) dans le court terme.

Par contre : Hu et al., 1992 ; Chan et al., 1997 ; Cheng et al., 1998 ; Anand et Khanna, 2000, ont constaté un impact significatif positif, mais c'était dans des cas particuliers. Nos résultats empiriques, réalisés dans le cas d'entreprises françaises cotées sur le marché boursier SBF 250 et qui ont conclu des alliances avec un partenaire national ou étranger, se rajoutent aux résultats antérieurs (voir l'impact négatif des annonces d'alliances stratégiques sur la valeur boursière) tout en précisant que sur nos résultats l'impact était négatif, mais pas significatif.

Dans le cadre des annonces de fusions-acquisitions, les travaux antérieurs sur les études d'événements (Dodd, 1980 ; Travlos, 1987 ; Huang et Walkling, 1987 ; Doukas et Travlos, 1988 ; Jennings et Mazzeo, 1991 ; Markides et Oyon, 1998 ; Hubler et Meschi 2000) constatent un certain impact positif sur les fusions nationales et un impact positif plus significatif lorsqu'il s'agit de fusions-acquisitions internationales (Doukas et Travlos, 1988 ; Markides et Oyon, 1998 ; Hubler et Meschi 2000). Si nous regardons l'étude empirique de Doukas et Travlos (1988), nous constatons que les résultats sont mitigés, mais sont peu significatifs. Les rentabilités anormales sont positives au premier, au deuxième jour avant l'annonce et le jour de l'annonce et elles sont négatives les jours suivant l'annonce. En général, l'impact des fusions-acquisitions sur la valeur boursière est positif, mais reste minime. En France, l'étude réalisée par Hubler et Meschi (2000) montre un impact significatif fort des annonces des fusions-acquisitions le jour de l'annonce et le lendemain. Notre étude empirique donne les mêmes résultats, avec le constat d'un impact significatif le jour même de l'annonce et le lendemain, une RAM de (-0,019) à ($j = -1$) puis (+0,178) à ($j = 0$) et (+0,218) à ($j = +1$).

En résumé, les acteurs financiers accueillent favorablement les fusions-acquisitions en accordant une prime de contrôle, et ils traduisent le contrôle par une confiance « solide ». Pour ces derniers, la fusion ou l'acquisition permet de créer de la valeur aux actionnaires. En revanche, ils accueillent défavorablement les annonces d'alliances par une défiance « solide ». L'alliance stratégique est perçue comme un vecteur d'appropriation de compétences et de création de richesses (Hubler et Meschi, 2000) et par conséquent, ils ne leur accordent pas de prime de contrôle.

Les questions qu'on est alors en droit de se poser sont les suivantes : peut-on remettre en cause certains résultats des travaux antérieurs qui postulent pour l'idée selon laquelle la confiance est la base de la réussite d'une alliance stratégique ? Quelles sont les réelles raisons des attitudes négatives des acteurs financiers à l'encontre des alliances stratégiques ? Ou peut-être que l'interprétation de ces résultats sur le court terme et le long terme est-elle différente ?

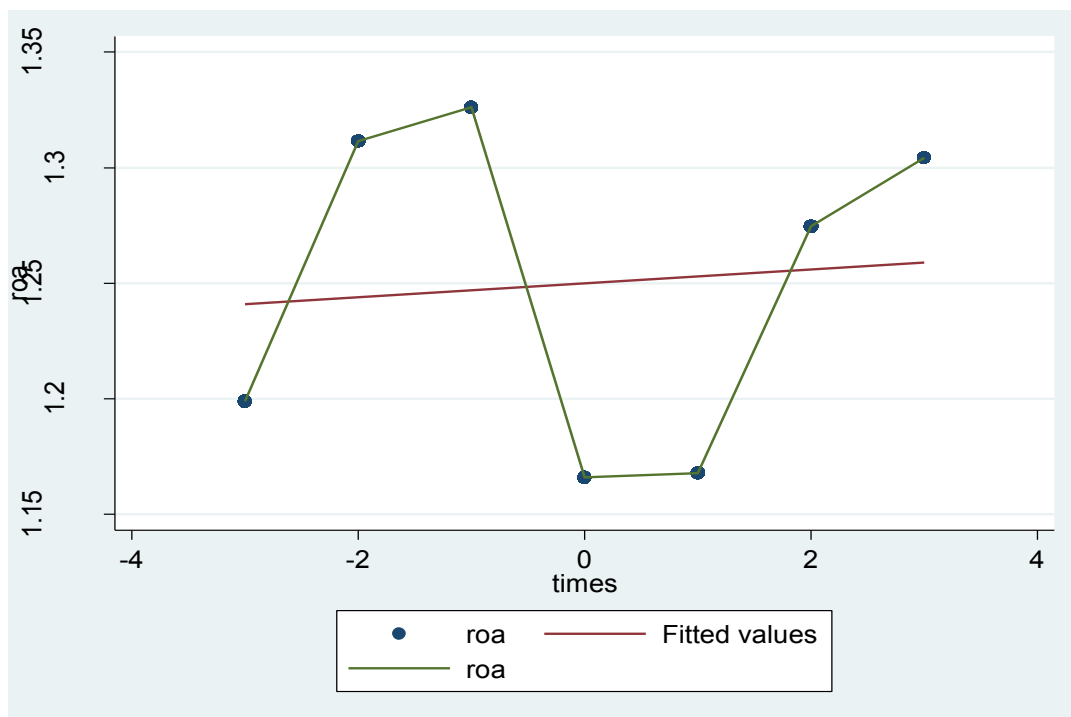
2.2. Analyse des résultats à long terme

Notre étude vient donc renforcer l'idée selon laquelle les alliances stratégiques permettent d'influencer la performance financière des entreprises sur le long terme mais avec un effet inverse sur le court terme et l'idée selon laquelle les fusions-acquisitions permettent d'influencer la performance financière à court terme (performance boursière) des entreprises mais avec un effet inverse sur le long terme.

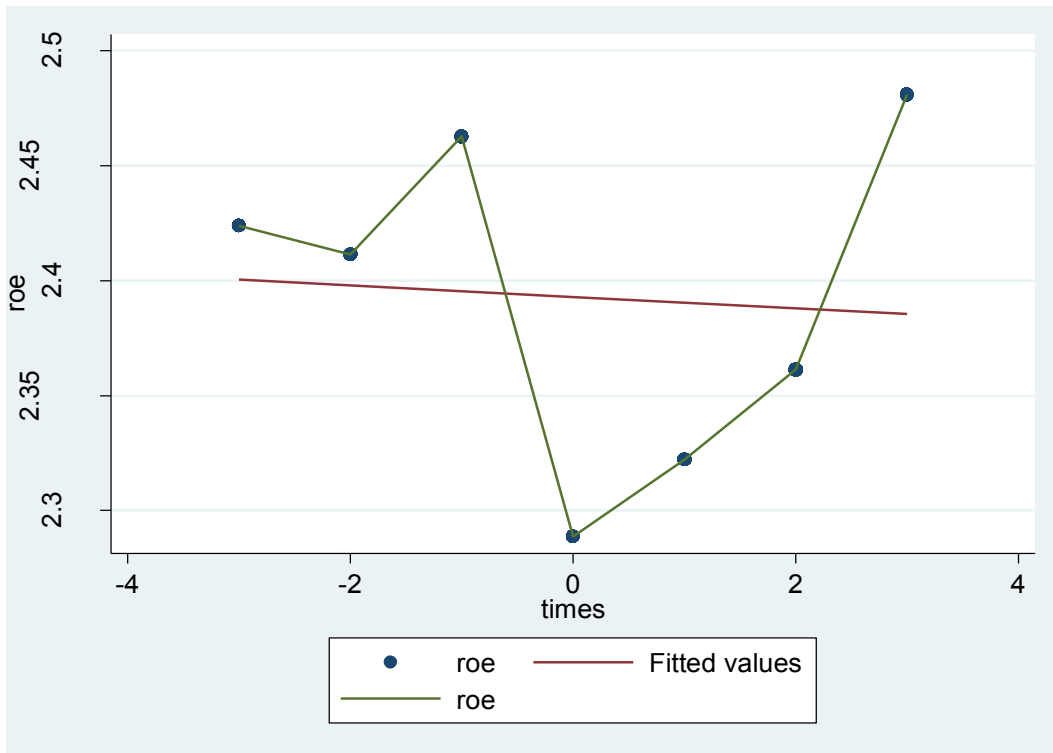
Pour analyser nos résultats sur la performance à long terme, nous avons préféré rajouter des graphiques, afin de voir d'une manière simple et claire l'impact d'une AS ou d'une F&A sur la création de valeur réelle, à l'étude des régressions des résultats traitée dans le point (1.1.2), section 2 du chapitre 4.

2.2.1. Alliances stratégiques AS

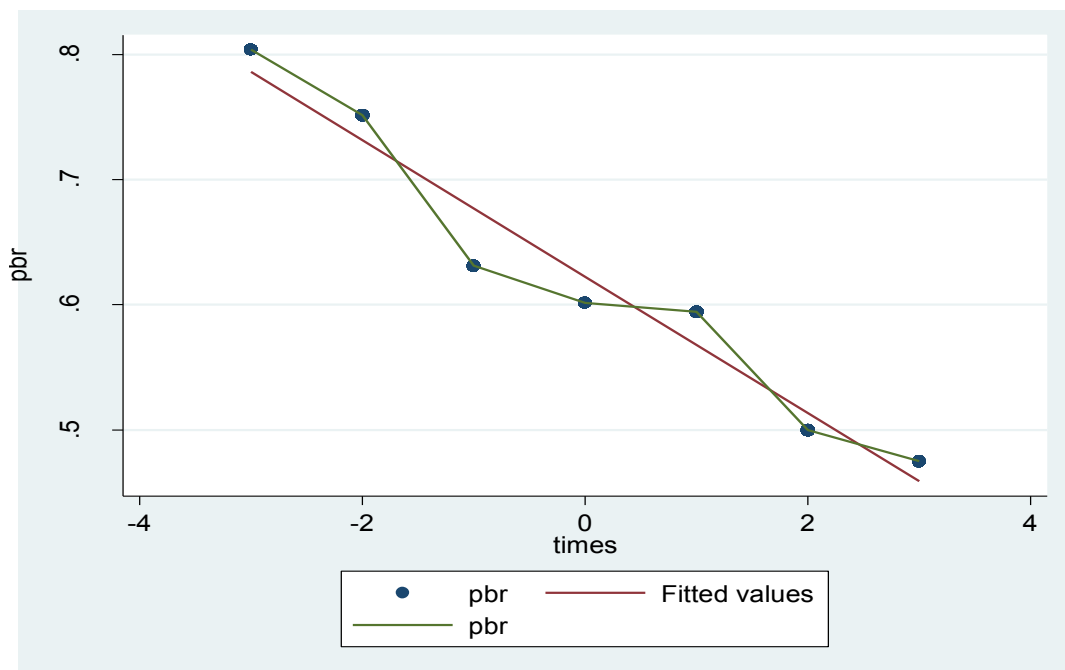
Graphique 5 : Rentabilité ROA relative aux alliances stratégiques



Graphique 6 : Rentabilité ROE relative aux alliances stratégiques

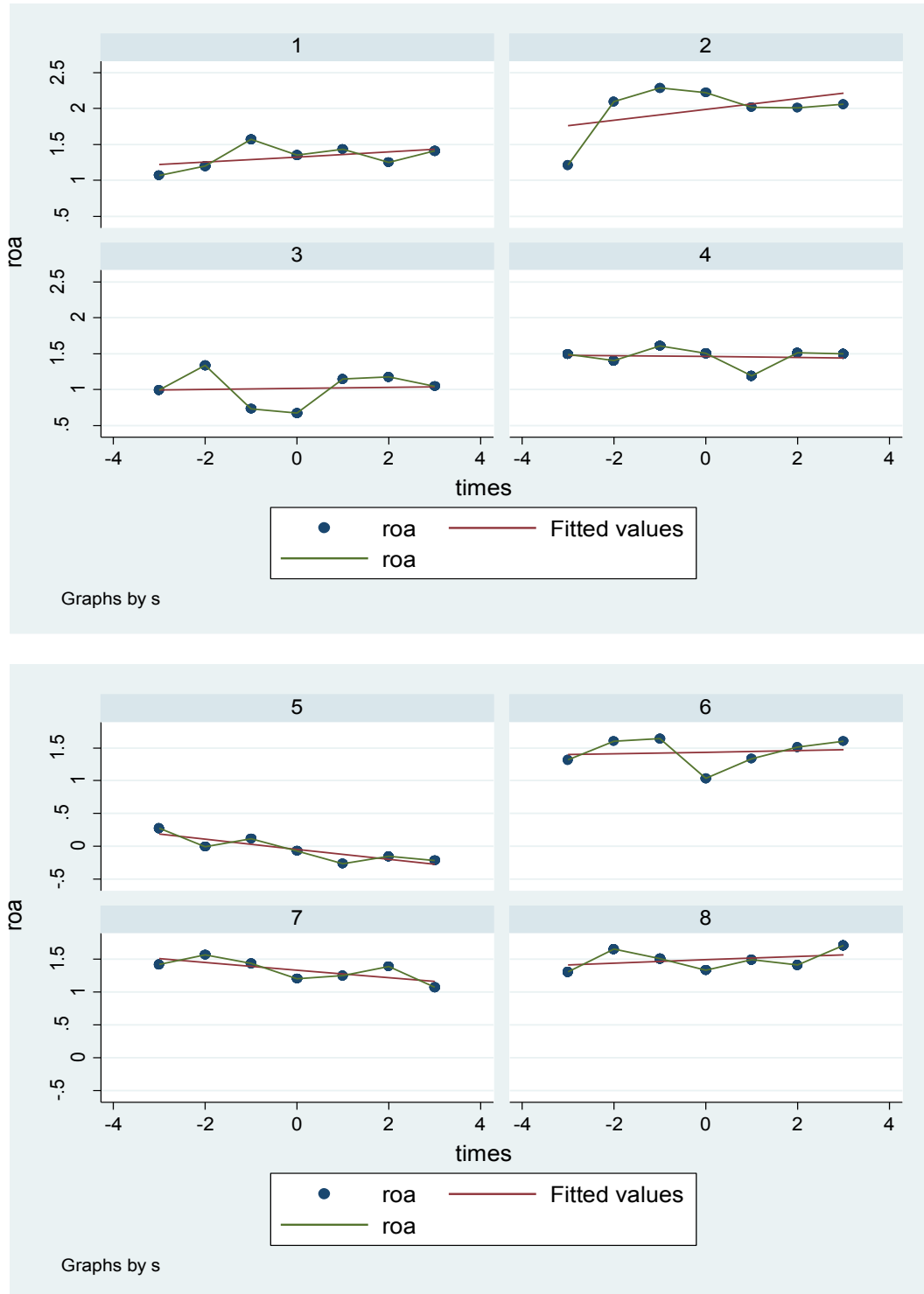


Graphique 7 : Rentabilité PBR relative aux alliances stratégiques



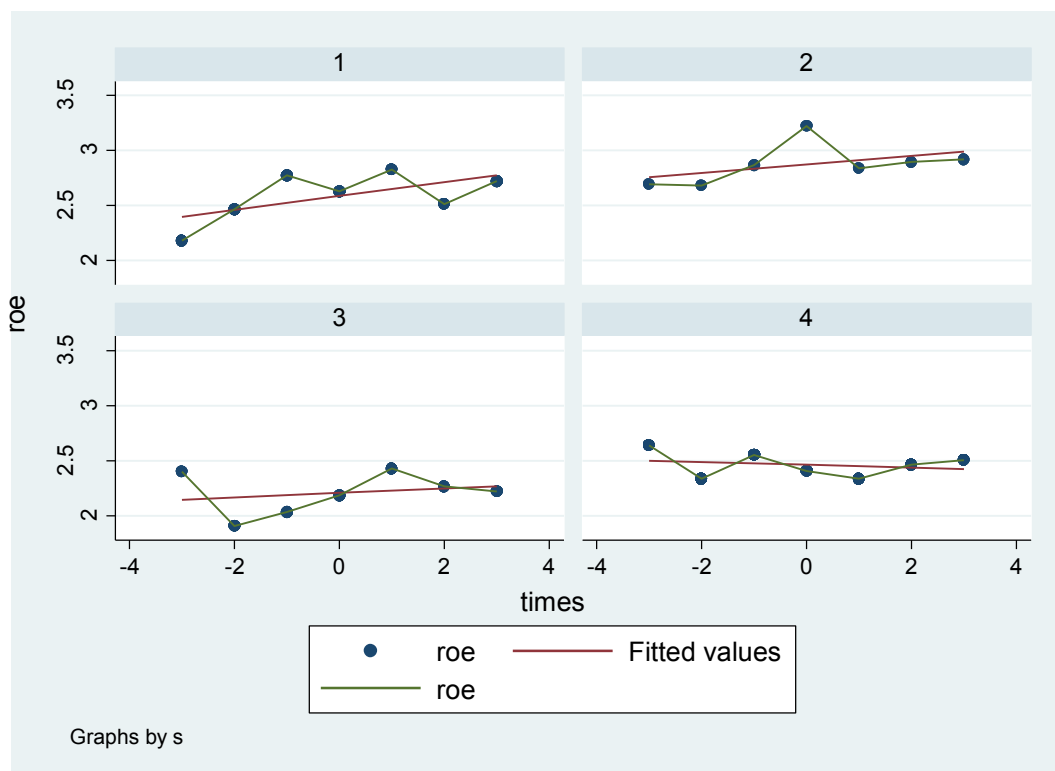
Dans les cas de notre recherche, comme nous l'avons déjà signalé précédemment, notre échantillon est constitué d'entreprises de différents secteurs. C'est la raison pour laquelle on va analyser les rentabilités par secteur.

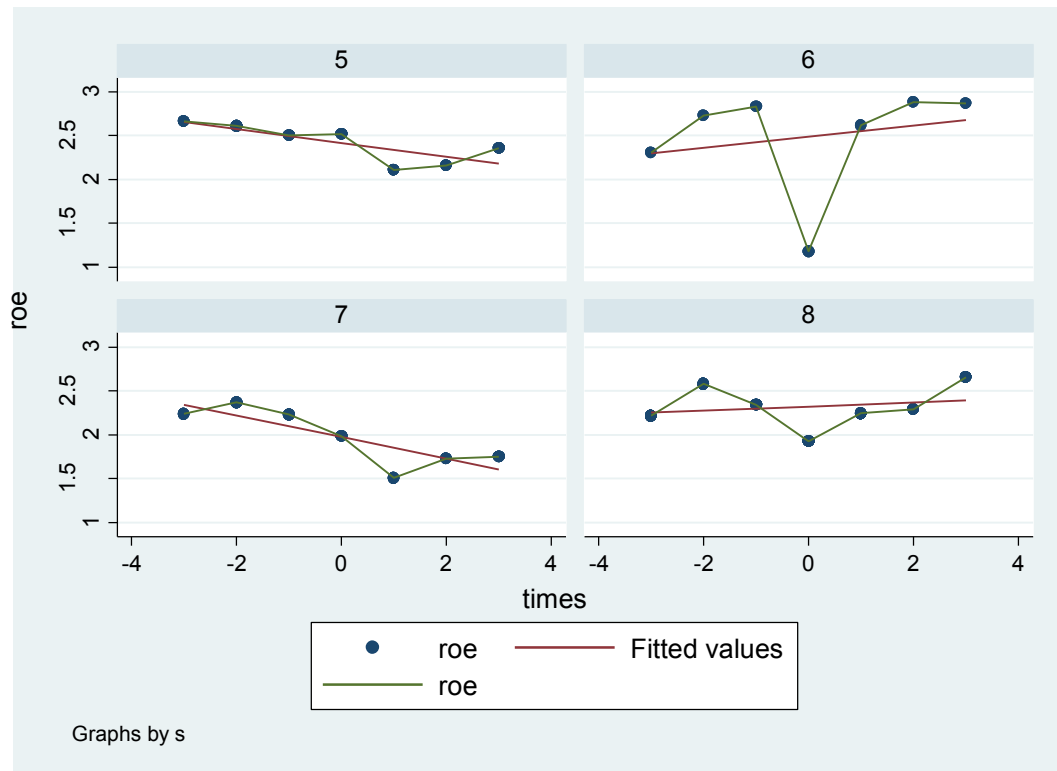
Graphique 8 : Rentabilité ROA relative aux alliances stratégiques par secteur



ROA : A partir des graphiques de chaque secteur d'activité, nous constatons un impact positif pour le secteur 1 (automobile) la première année, puis une baisse la 2^{ème} année. Pour le secteur 2 (pharmaceutique et chimie), c'est plutôt une baisse de ROA, puis une stabilité. Pour le secteur 3 (aéronautique et transport), c'est plutôt un impact positif pendant deux années consécutives après l'alliance (AS). Pour le secteur 4 (télécoms, internet, électronique, informatique et services), c'est plutôt un impact négatif la première année, puis le ROA revient à la normale comme avant et pendant l'alliance. Un impact négatif de l'alliance stratégique sur le secteur 5 (banque et assurance). Pour le secteur 6 (énergie et construction), c'est le seul secteur où nous avons constaté un impact positif après l'alliance, avec le secteur 7 (tourisme), où nous observons également un impact positif les deux premières années après l'alliance. Enfin, pour le secteur 8 (distribution et industrie), le ROA baisse durant l'année de l'alliance puis progresse pour revenir à la normale.

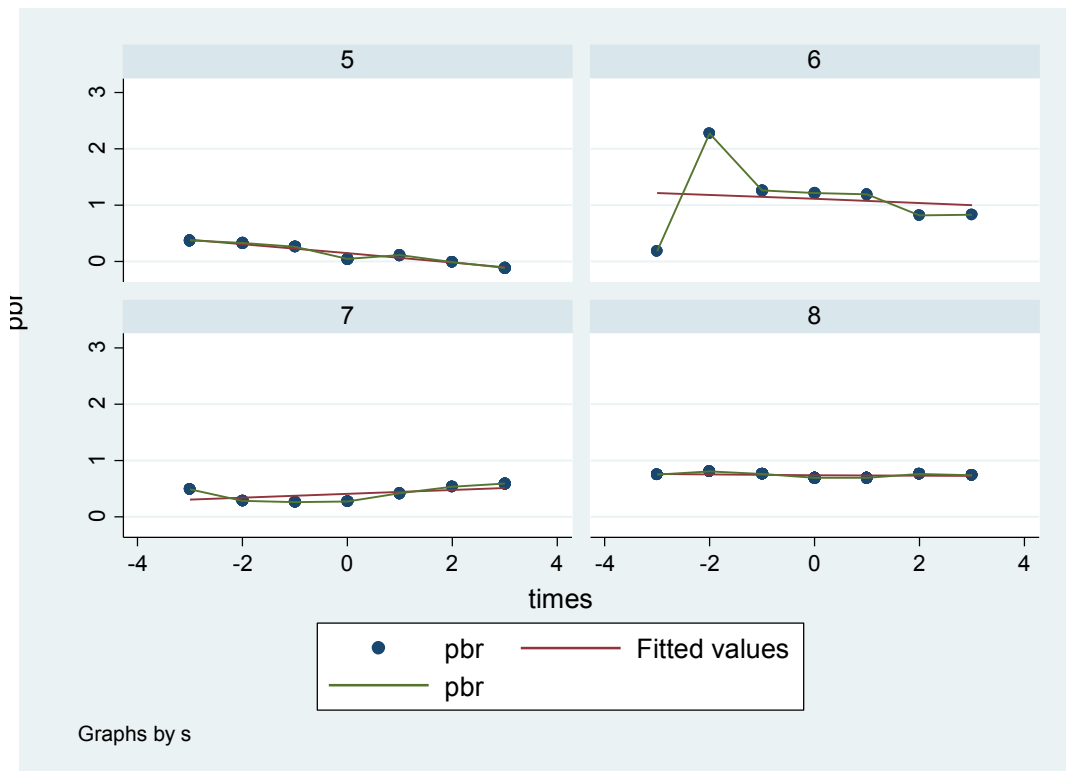
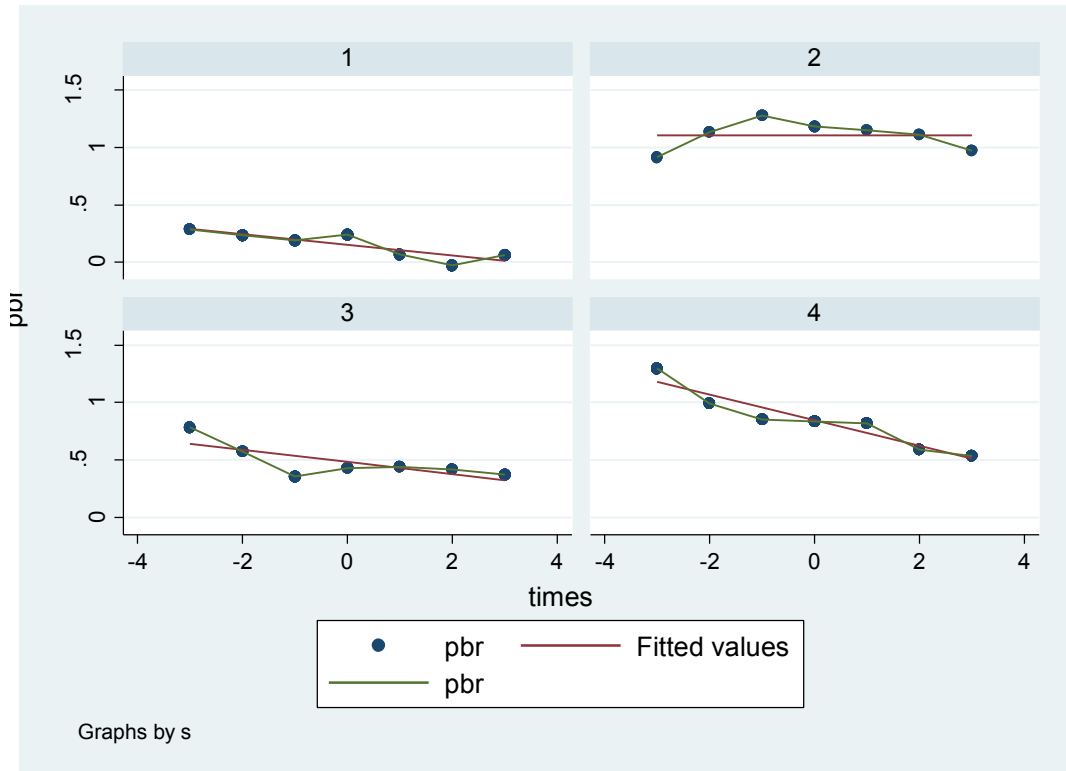
Graphique 9 : Rentabilité ROE relative aux alliances stratégiques par secteur





ROE : Nous constatons un impact positif pour le secteur 1 (automobile) la première année puis une baisse la 2^{ème} année, et enfin une amélioration la troisième année. Pour le secteur 2 (pharmaceutique et chimie), c'est plutôt une progression de ROE de N-2 à N, puis une baisse en N +1. Pour le secteur 3 (aéronautique et transport), également nous remarquons un impact positif, une progression de ROE de N-2 à N+1 puis une baisse. Pour le secteur 4 (télécoms, internet, électronique, informatique et services), le ROE est plus ou moins stable avant et après l'alliance. Un impact négatif de l'alliance stratégique sur le secteur 5 (banque et assurance). Pour le secteur 6 (énergie et construction), une baisse brutale de ROE en N, puis une amélioration en N+1. Nous remarquons même une amélioration considérable en N+1, puis une progression en N+2, pour le secteur 7 (tourisme), qui connaît un impact négatif avant et après l'alliance. Enfin, pour le secteur 8 (distribution et industrie), le ROE baisse deux ans avant l'année de l'alliance, puis progresse après l'alliance.

Graphique 10 : Rentabilité PBR relative aux alliances stratégiques par secteur



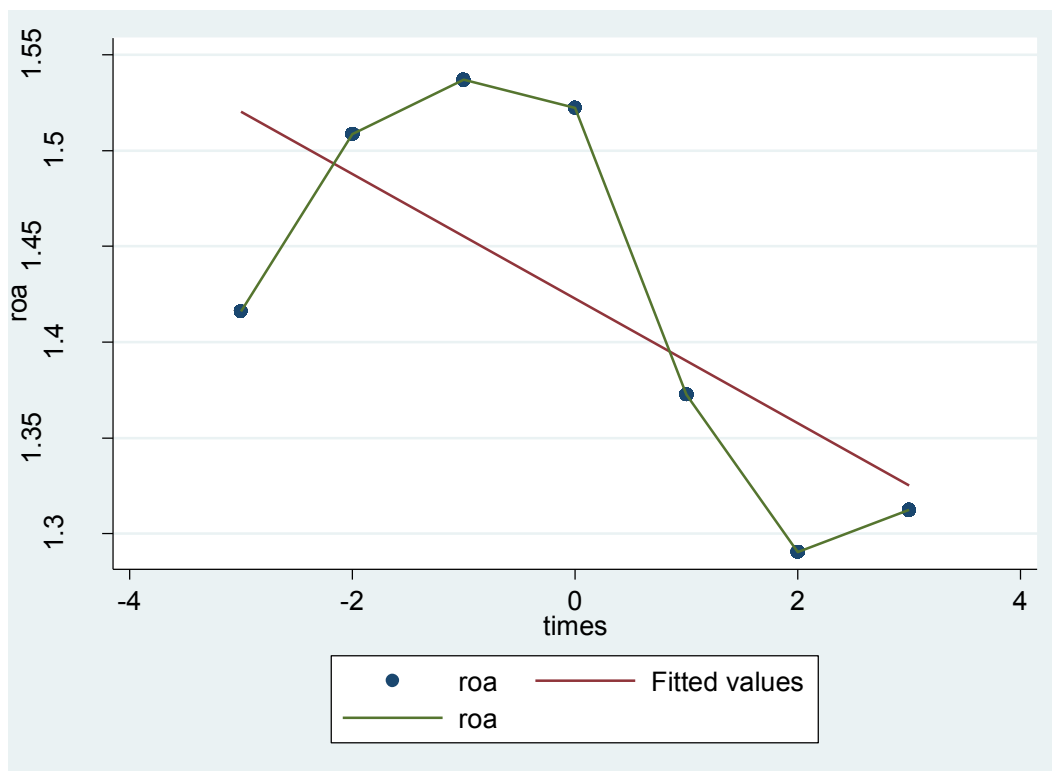
PBR : Nous constatons un impact négatif pour le secteur 1 (automobile). Même constat pour le secteur 2 (pharmaceutique et chimie), le secteur 3 (aéronautique et transport), le secteur 4

(télécoms, internet, électronique, informatique et services), le secteur 5 (banque et assurance), le secteur 6 (énergie et construction).

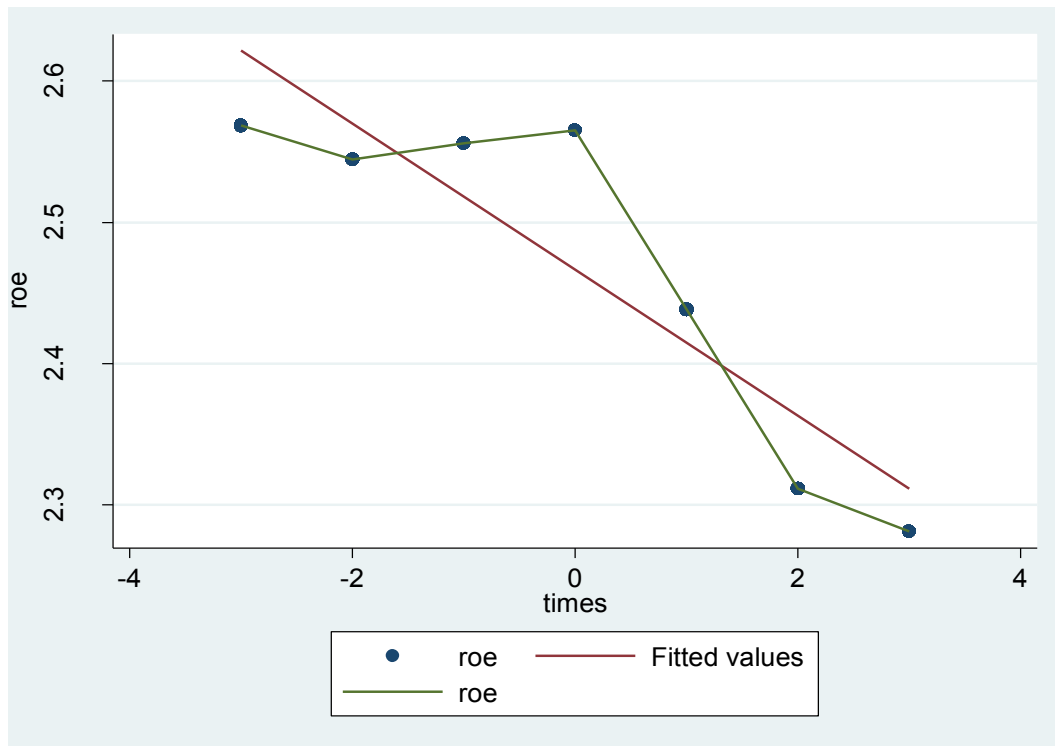
Pour le secteur 7 (tourisme), on note un impact positif avec une légère amélioration du PBR d'une année sur l'autre après l'alliance. Enfin, pour le secteur 8 (distribution et industrie), une stabilité du PBR avant et après l'alliance.

2.2.2. Fusions-acquisitions F&A

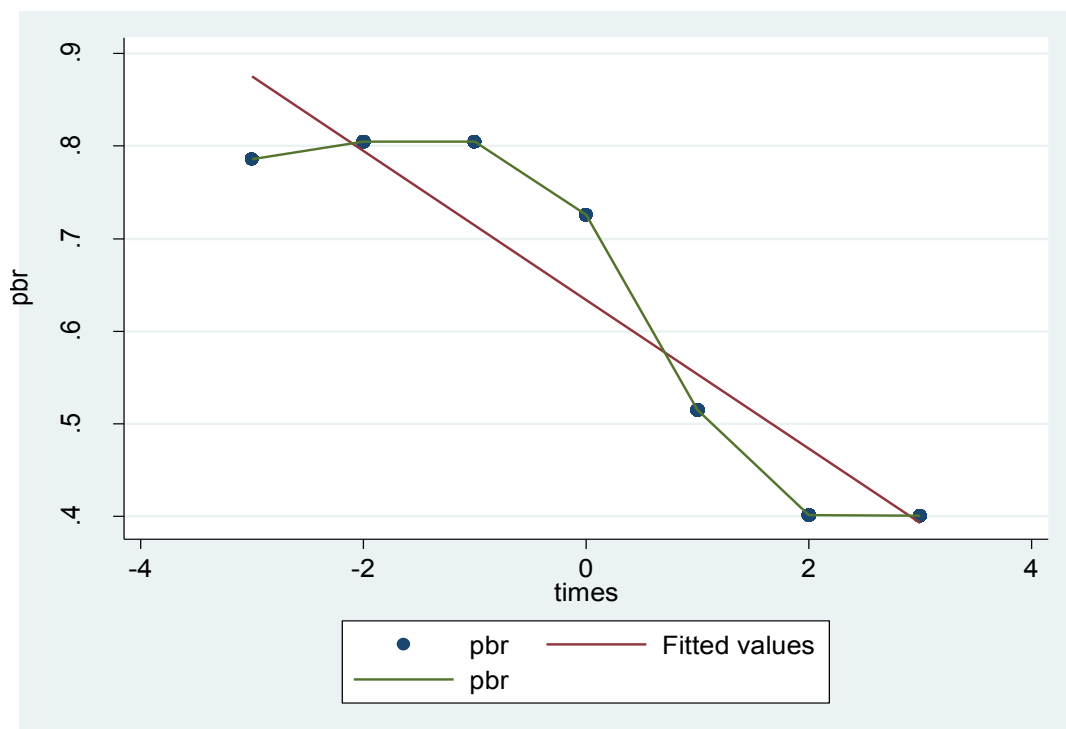
Graphique 11 : Rentabilité ROA relative aux fusions-acquisitions



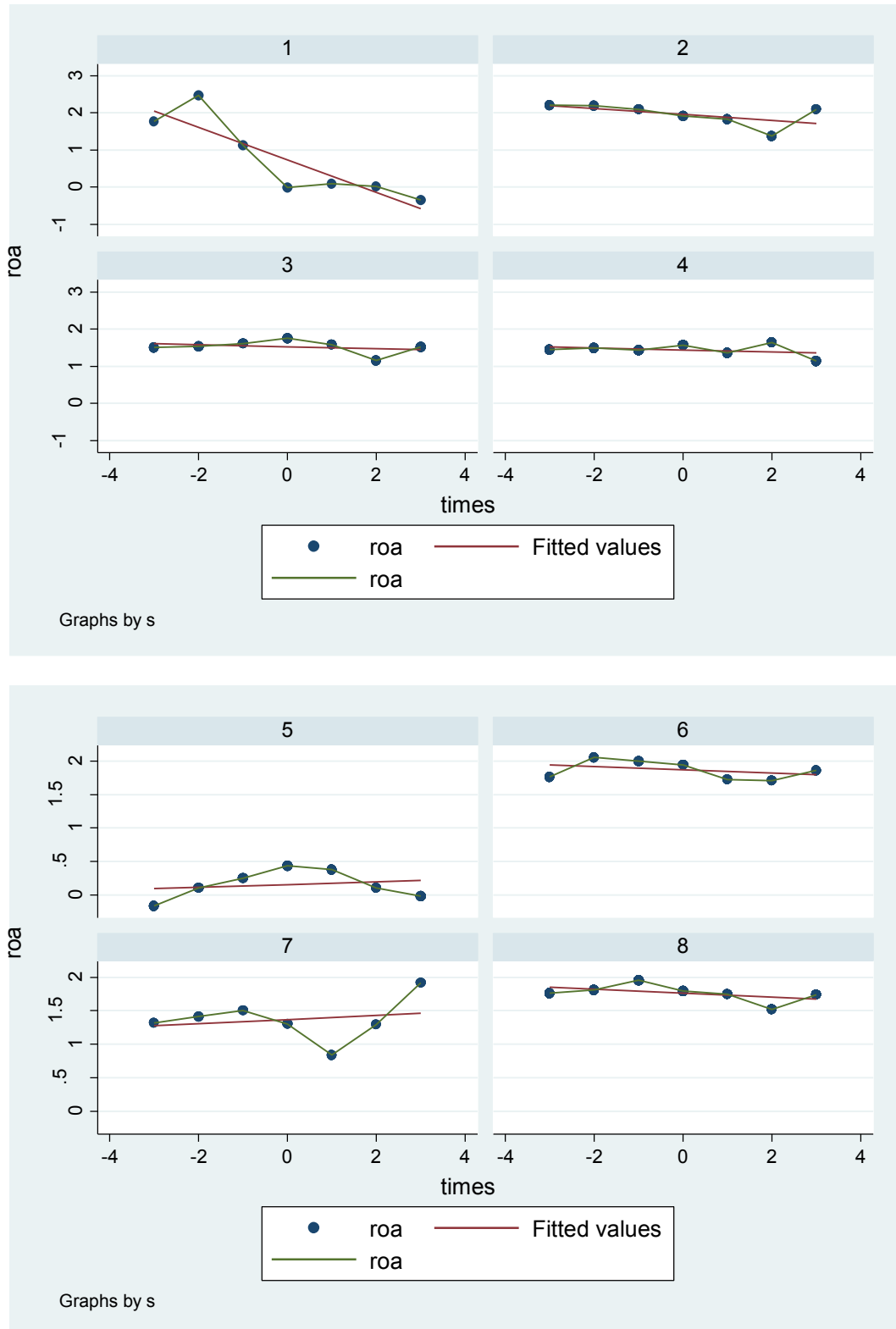
Graphique 12 : Rentabilité ROE relative aux fusions-acquisitions



Graphique 13 : Rentabilité PBR relative aux fusions-acquisitions



Graphique 14 : Rentabilité ROA relative aux fusions-acquisitions par secteur

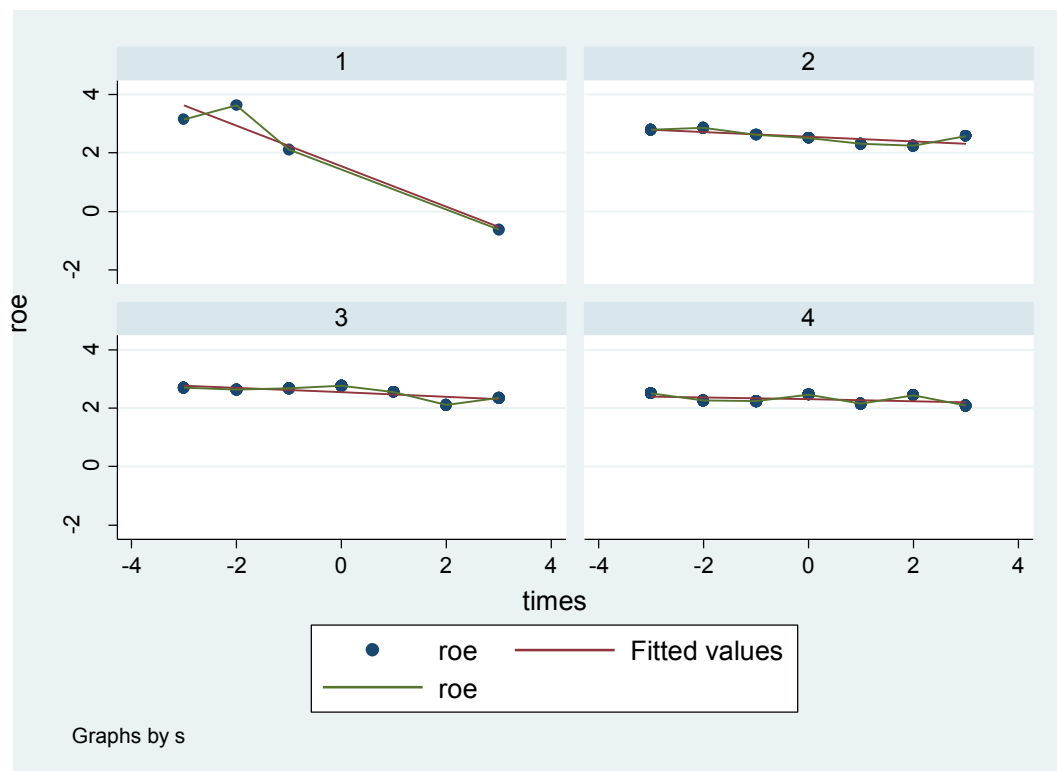


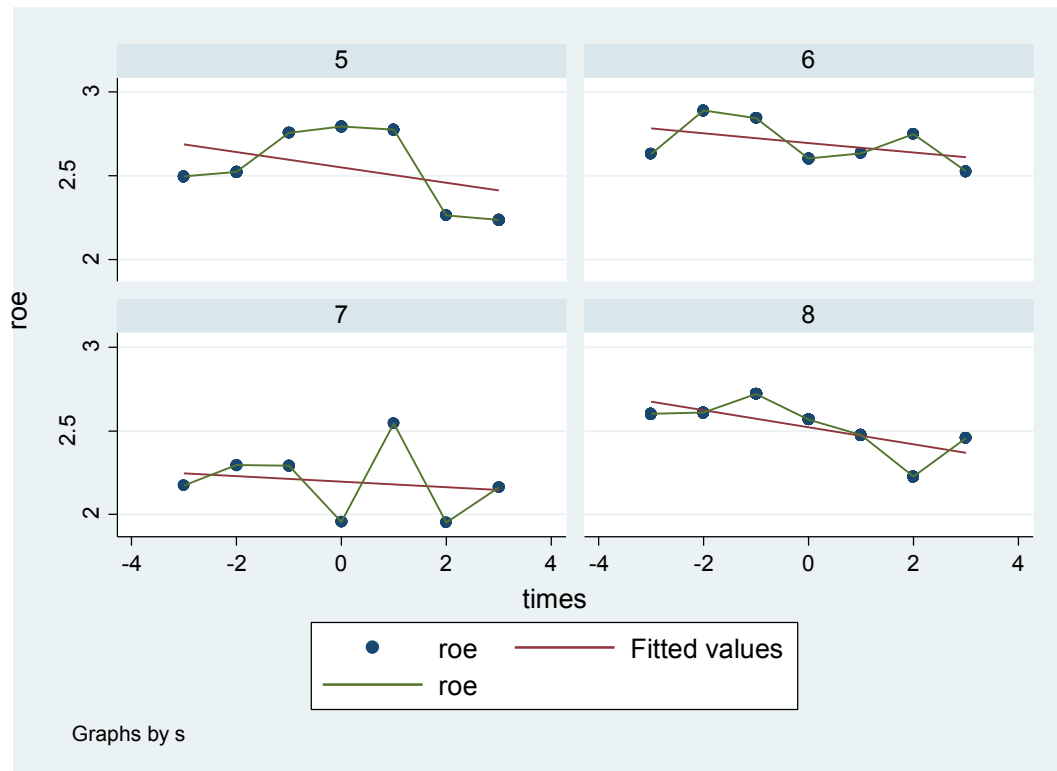
ROA : A partir des graphiques de chaque secteur d'activité pour les cas des fusions-acquisitions, nous constatons un impact plutôt négatif pour le secteur 1 (automobile) et le

secteur 2 (pharmaceutique et chimie). Pour le secteur 3 (aéronautique et transport) et le secteur 4 (télécoms, internet, électronique, informatique et services), nous remarquons une légère amélioration l'année de la fusion-acquisition, puis une baisse du ROA pour les deux secteurs.

Pour le secteur 5 (banque et assurance), nous remarquons une progression de ROA de N-3 jusqu'à l'année de la fusion-acquisition, puis une baisse les trois années après la fusion-acquisition. Pour le secteur 6 (énergie et construction), un impact négatif après l'alliance. Le secteur 7 (tourisme) enregistre quant à lui une baisse entre N-1 à N+1, puis une très bonne amélioration entre N+1 et N+3. Enfin, pour le secteur 8 (distribution et industrie) un léger impact négatif est constaté.

Graphique 15 : Rentabilité ROE relative aux fusions-acquisitions par secteur

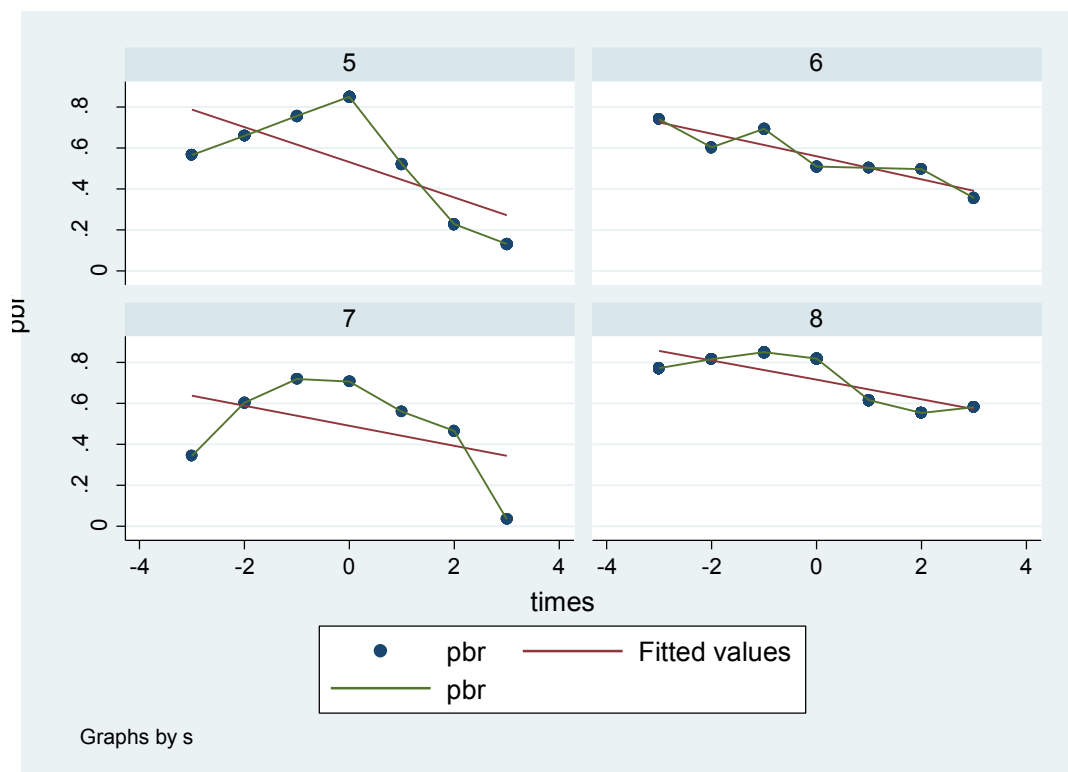
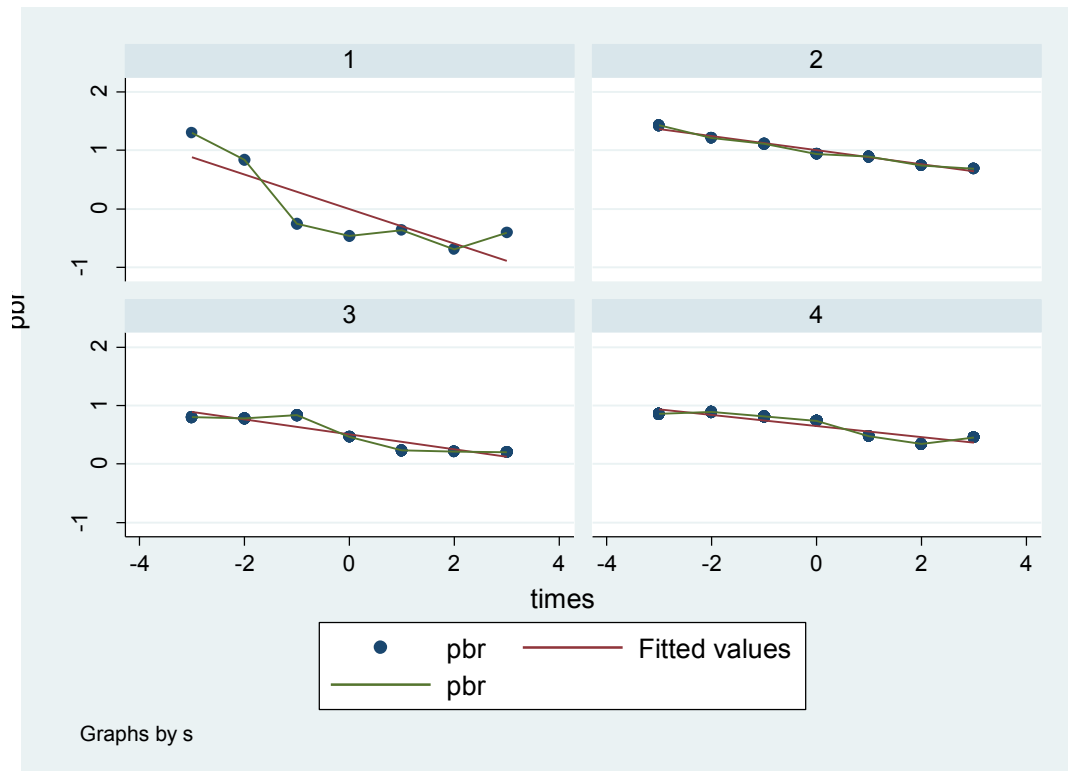




ROE : nous ne constatons pas d'amélioration, ni pour le secteur de pharmaceutique et chimie, ni pour le secteur aéronautique et transport, ni pour le secteur télécoms, internet, électronique, informatique et services. Nous remarquons plutôt une stabilité avant et après la fusion-acquisition.

Le ROE est constant entre N-1 et N+1 pour le secteur 5 (banque et assurance), puis baisse brutalement la deuxième année. Pour le secteur 6 (énergie et construction), il y a une nette amélioration de ROE en N+1 et N+1, après avoir baissé en N. Pour le secteur 7 (tourisme), nous pouvons voir une baisse considérable en N, puis une très forte progression en N+1. Enfin, pour le secteur 8 (distribution et industrie), le ROE baisse deux années consécutives après la fusion-acquisition de l'alliance, puis marque une progression la troisième année.

Graphique 16 : Rentabilité PBR relative aux fusions-acquisitions par secteur



PBR : Nous remarquons sur les deux graphiques, que l'impact des fusions-acquisitions sur le PBR est négatif sur tous les secteurs d'activité, le PBR étant en décroissance d'une année à

l'autre. Juste pour le secteur 1 (automobile) une légère amélioration en une année après la fusion-acquisition.

Conclusion : D'une manière générale, à partir de l'analyse des graphiques et les résultats de la régression (point 1.1.2, section 2, du chapitre 4), nous constatons que quel que soit le secteur d'activité et quelle que soit la nature de l'opération, alliance stratégique ou fusion-acquisition, les ratios de rentabilité ROA, ROE ou PBR baissent entre N-1 et N. Une amélioration de la performance également est constatée pour quelques secteurs, soit la première année après l'alliance stratégique ou la fusion-acquisition, soit la deuxième année, et l'inverse pour quelques autres secteurs.

A partir de cette analyse nous pouvons d'ores et déjà dire que :

- soit les entreprises anticipent les pertes des années à venir, et l'un des moyens de compensation des pertes, c'est d'opter pour des stratégies de croissance externe, notamment les fusions-acquisitions et les alliances stratégiques (création de valeur compensatoire),
- soit les intentions de recours aux alliances stratégiques et aux opérations de fusions-acquisitions sont des intentions financières à minima et des intentions stratégiques en grande partie.

Au regard de ces résultats, nous validons quelques hypothèses qui suggèrent l'existence d'une relation positive entre l'alliance stratégique et la performance financière, et une relation positive entre la fusion-acquisition et la performance financière, à savoir :

H1_a : Il existe un impact positif, entre l'annonce d'une alliance stratégique et la performance boursière, autrement dit : l'annonce d'une alliance stratégique, sur le marché français, génère des rendements anormaux positifs).

H1_b : Il existe un lien positif entre l'annonce d'une fusion-acquisition et la performance boursière, autrement dit : l'annonce d'une alliance stratégique, sur le marché français, génère des rendements anormaux positifs).

H2_a : L'augmentation de la marge sur le résultat d'exploitation a un impact positif sur la performance financière lors d'une alliance stratégique.

H2_b : L'augmentation de la marge sur le résultat d'exploitation a un impact positif sur la performance financière lors d'une fusion-acquisition.

H3_a : L'augmentation du chiffre d'affaires réalisé à l'étranger a un impact positif sur la performance financière lors d'une alliance stratégique.

H3_b : L'augmentation du chiffre d'affaires réalisé à l'étranger a un impact positif sur la performance financière lors d'une fusion-acquisition.

H4_a : L'augmentation des ventes annuelles a un impact positif sur la performance financière lors d'une alliance stratégique.

H4_b : L'augmentation des ventes annuelles a un impact positif sur la performance financière lors d'une fusion-acquisition.

H5_a : L'augmentation de la variation des ventes réalisées à l'étranger sur le total des ventes a un impact positif sur la performance financière lors d'une alliance stratégique.

H5_b : L'augmentation de la variation des ventes réalisées à l'étranger sur le total des ventes a un impact positif sur la performance financière lors d'une fusion-acquisition.

H6_a : L'augmentation de la masse salariale a un impact négatif sur la performance financière lors d'une alliance stratégique.

H6_b : L'augmentation de la masse salariale a un impact négatif sur la performance financière lors d'une fusion-acquisition.

Confirmation et infirmation des hypothèses :**- Alliances stratégiques (AS)**

Hypothèse	Variable déterminante	Résultats
H1 _a : Il existe un impact positif entre l'annonce d'une alliance stratégique et la création de valeur boursière (performance financière à court terme), autrement dit : il existe un lien positif entre l'effet d'annonce d'une alliance stratégique et la valeur boursière.	RA, RAC, RAM, RAMC	Infirmée
H2 _a : L'augmentation de la marge sur le résultat d'exploitation a un impact positif sur la performance financière lors d'une alliance stratégique.	OpPrMargin	Confirmée
H3 _a : L'augmentation du chiffre d'affaires réalisé à l'étranger a un impact positif sur la performance financière lors d'une alliance stratégique.	Fsales	Infirmée
H4 _a : L'augmentation des ventes annuelles a un impact positif sur la performance financière lors d'une alliance stratégique.	Sales	Infirmée
H5 _a : L'augmentation de la variation des ventes réalisées à l'étranger sur le total des ventes a un impact positif sur la performance financière lors d'une alliance stratégique.	Fsales_Sales	Confirmée
H6 _a : L'augmentation du nombre de salariés a un impact négatif sur la performance financière lors d'une alliance stratégique.	N	Infirmée

Tableau 56 : Synthèse des hypothèses vérifiées (AS)*(Source : l'auteur)*

- **Fusions-acquisitions (F&A) :**

Hypothèse	Variable déterminante	Résultats
H1 _b : Il existe un impact positif entre l'annonce d'une fusion-acquisition et la création de valeur boursière (performance financière à court terme), autrement dit : il existe un lien positif entre l'effet d'annonce d'une fusion-acquisition et la valeur boursière.	RA, RAC, RAM, RAMC	Confirmée
H2 _b : L'augmentation de la marge sur le résultat d'exploitation a un impact positif sur la performance financière lors d'une fusion-acquisition.	OpPrMargin	Confirmée
H3 _b : L'augmentation du chiffre d'affaires réalisé à l'étranger a un impact positif sur la performance financière lors d'une fusion-acquisition.	Fsales	Infirmée
H4 _b : L'augmentation des ventes annuelles a un impact positif sur la performance financière lors d'une fusion-acquisition.	Sales	Infirmée
H5 _b : L'augmentation de la variation ventes réalisées à l'étranger sur le total des ventes a un impact positif sur la performance financière lors d'une fusion-acquisition.	Fsales_Sales	Infirmée
H6 _b : L'augmentation du nombre de salariés a un impact négatif sur la performance financière lors d'une fusion-acquisition.	N	Infirmée

Tableau 57 : Synthèse des hypothèses vérifiées (F&A)*(Source : l'auteur)*

Section 3 : DISCUSSION ET INTERPRÉTATION DES RÉSULTATS DE LA RECHERCHE

1. Discussion des résultats à court terme

Nos résultats, dans lesquels les cours boursiers servent de mesure de performance à court terme, suggèrent dans l'ensemble que les marchés financiers semblent être indifférents aux annonces d'alliances stratégiques.

Cependant, en grande partie, les fusions-acquisitions sont perçues comme de bonnes nouvelles par les acteurs financiers (Hubler et Meschi 2000).

Les alliances stratégiques ne sont pas perçues comme des bonnes nouvelles d'une manière générale (Hubler et Meschi, 2000). En revanche, lorsque nous avons analysé nos résultats par secteur, nous avons constaté que pour le secteur de construction (secteur d'activité 6), l'impact des annonces d'AS sur la valeur boursière est positif, mais pas significatif. Les mêmes résultats sont constatés, mais avec moins d'importance dans les secteurs 7 et 8, respectivement secteur de tourisme et secteur de distribution et d'industrie (cf. annexe 1 et 2). Ce qui est difficile à expliquer sans avoir plus de détails. Kob et Venkataraman (1991) ont observé de faibles réactions positives du marché (mais statistiquement non significatives) à l'annonce des alliances stratégiques, mais n'ont fourni aucune explication pour cette observation, et cela également peut être dû aux secteurs d'activité. De la même manière, Das et Seng (1988) dans leur travail « *impact of strategic alliances on firm valuation* », ont constaté un impact positif pour les annonces d'alliances technologiques, tandis que les alliances de marketing sont perçues comme ni bonnes, ni mauvaises.

Ainsi, nos résultats, pour l'hypothèse 1, sont conformes à l'idée que les annonces de fusions-acquisitions ont un impact positif sur la valeur boursière avec l'explication que les acteurs financiers accordent des primes de contrôle ; ainsi les fusions-acquisitions leur inspirent une confiance « solide » et elles sont perçues comme un outil de création de richesses, contrairement aux annonces d'alliances stratégiques où nous constatons un impact négatif, et là également parce que les alliances stratégiques inspirent une défiance « solide » aux acteurs financiers car elles sont perçues comme vecteur d'appropriation des ressources et création de richesses (Hubler et Meschi, 2000).

Notre résultat est également conforme aux travaux anglo-saxons, notamment ceux de : Mac Connel et Nontell, 1985 ; Finnerty et All, 1986 ; Koh et Venkatramen, 1991 ; Reuer et Miller, 1997 ; Jacquot et Koehl, 1998 ; Das, Sen et Sengupta, 1998, dans le cadre des alliances stratégiques, et ceux de : Dodd, 1980 ; Travlos, 1987 ; Huang et Walkling, 1987 ; Doukas et Travlos, 1988) ; Woolridge et Snow, 1990) ; Jennings et Mazzeo, 1991 ; Markides et Oyon, 1998 ; Bruner, 1998 ; Moon et Walkling, 2000, pour le cas des fusions-acquisitions.

Les résultats sur les alliances stratégiques peuvent être expliqués également par l'éclaircissement donné par Koh et Venkataraman (1991) selon que les alliances technologiques sont plus performantes que les alliances de marketing, parce qu'elles sont habituellement formées entre d'une part, les petites entreprises innovantes à la recherche de pénétration de nouveaux marchés ou voulant élargir les marchés existants et d'autre part, les grandes entreprises établies qui sont à la recherche de nouvelles technologies. C'est ce qui pourrait expliquer en partie, l'impact négatif des annonces d'alliances stratégiques sur la valeur boursière dans le cas de notre étude. Le secteur des TIC représente 28 % de notre échantillon et l'impact des annonces dans ce secteur est négatif ; cela peut être dû à la taille des entreprises de notre échantillon qui sont en grande partie des sociétés du CAC 40 (53 % de notre échantillon).

Précédemment, dans l'analyse des résultats à court terme, dans l'ensemble des huit (08) secteurs d'activité recensés, nous avons constaté que pour le secteur de la construction (secteur d'activité 6), l'impact est positif, mais pas significatif, les mêmes résultats étant constatés, mais avec moins d'importance pour les secteurs 7 et 8, respectivement secteur du tourisme et secteur de la distribution et de l'industrie. Ces impacts positifs ont été neutralisés par les impacts négatifs des autres secteurs.

Par conséquent, nous ne pouvons confirmer ces résultats d'une manière absolue, que ce soit pour les alliances stratégiques ou les fusions-acquisitions, sans une étude détaillée par secteur d'activité, selon la taille de l'entreprise, le type ou le motif d'alliance stratégique. C'est ce que confirme Bruner (1998) en identifiant six facteurs qui ont miné l'alliance Renault-Volvo : alignement des cadres supérieurs et d'exploitation, dépendance de sentier, réembauchage d'alliance, le style de leadership, les différences culturelles et le temps. Cela, surtout sur le long terme.

2. Discussion des résultats à long terme

La littérature exposée au cours de notre étude montre que dans la pratique, les résultats sur la performance à long terme sont mitigés sur le recours aux stratégies d'alliance stratégique et de fusion-acquisition.

En effet, la théorie de l'efficacité de marché se montre hostile face à la conclusion d'une alliance stratégique par l'entreprise. Cette stratégie donne moins de confiance aux acteurs financiers, vu l'absence de contrôle (Hubler et Meschi, 2000) qui résulte en grande partie des divergences des objectifs et des motivations de chaque allié. Considérant les alliances d'une manière générale, Young-Ybarra et al (2001) ont constaté un impact positif lors de la formation d'une alliance stratégique en R&D, et cela quelle que soit la taille des partenaires.

Par ailleurs, nous constatons que, contrairement aux alliances stratégiques, les fusions-acquisitions sont bien perçues par les acteurs financiers. Cela est dû à la présence de contrôle qui permet l'uniformisation des objectifs dans le cas d'une fusion ou d'une acquisition totale et à la convergence des objectifs, ainsi que la limitation des risques dans le cas d'une acquisition partielle.

Ces deux stratégies contiennent des limites inhérentes à leur propre efficacité : conflits d'intérêts, coûts d'agence supérieurs pour les alliances stratégiques, coûts supérieurs de prise de décision ; divergence d'horizon temporel et préférence pour le présent, pour le cas des fusions-acquisitions.

Malgré ces limites, nous savons très bien que ces dernières génèrent des avantages, qui diffèrent d'un partenaire à un autre selon l'objectif de chacun.

Du point de vue de la théorie de l'agence, les alliances stratégiques et les fusions-acquisitions semblent jouer un rôle à double facette. Bien qu'elles soient considérées par certains auteurs comme un mécanisme d'incitation et d'alignement des intérêts des salariés sur ceux des actionnaires, les alliances stratégiques contrairement aux fusions-acquisitions sur le court terme sont perçues par une grande partie des acteurs financiers comme une source d'inefficacité (Hubler et Meschi, 2000). Pour Jensen et Ruback (1983), la création de valeur est une résultante de la discipline managériale imposée par le marché financier. Le marché financier prend la forme d'un marché de « contrôle des sociétés », ce qui n'est pas le cas pour les alliances stratégiques (Hubler et Meschi, 2000).

D'une part, les alliances stratégiques et les fusions-acquisitions peuvent avoir des effets contre-incitatifs susceptibles de provoquer une baisse de la productivité des salariés. Par exemple, dans les cas d'alliances stratégiques avec absence de contrôle, les salariés peuvent compter plus sur le(s) nouveau(x) partenaire(s), ce qui induit une concentration de risque susceptible d'impacter négativement leur attitude au travail (Beatty, 1995).

D'autre part, les alliances stratégiques et les fusions-acquisitions peuvent renforcer les comportements opportunistes des dirigeants. Ces derniers peuvent utiliser les nouveaux avantages que leur procurent les alliances stratégiques et les fusions-acquisitions pour se défendre contre les prises de contrôle externes (Gamble, 2002).

Du point de vue de la théorie des coûts de transaction (Coase, 1937 ; Williamson, 1985), l'amélioration de la performance repose sur les arbitrages économiques menés par une entreprise et qui sont associés au rapport qui réside entre les coûts des prestations extérieures et celles réalisées en interne. C'est ce que montre Inkpen (1998). Pour ce dernier, en réunissant des entreprises avec des compétences différentes et des bases de connaissances, les alliances créent des occasions d'apprentissage uniques pour les entreprises partenaires et par conséquent limitent les coûts.

Du point de vue de la théorie des ressources (RBV) Penrose (1959), une F&A est perçue comme la conséquence d'opportunités saisies par une firme et une façon de se positionner dans un certain environnement. Calabrese et Boum (2000) émettent l'hypothèse selon laquelle les startups peuvent améliorer leur performance, au début, en établissant des alliances, dans un réseau performant qui donne accès à des informations et des capacités diverses à des coûts minimum de redondance. On peut ainsi réduire les conflits, la complexité, en s'alliant judicieusement avec ses rivaux potentiels ce qui offre plus de possibilités d'apprentissage et moins de risques de rivalité intra-alliance. Pour Combs et Ketchen (1999), d'une manière générale, la théorie fondée sur les ressources (RBV) suggère que les entreprises cherchent à capitaliser et accroître leurs capacités et dotations. Alors que l'économie de l'organisation affirme que les entreprises se concentrent sur la minimisation des coûts d'organisation, Combs et Ketchen (1999) suggèrent dans leurs résultats que donner la primauté aux problèmes de ressources nuit à la performance de certaines entreprises.

Au total, la lecture croisée de la littérature théorique et celle empirique montre que les alliances stratégiques et les fusions-acquisitions sont des pratiques susceptibles de générer autant d'effets positifs que négatifs. Ce constat nous a amené à admettre que l'effet combiné

*de l'alignement des intérêts et des inefficiences propres aux alliances stratégiques et aux fusions-acquisitions est susceptible de créer un effet **net neutre** sur la création de valeur financière de l'entreprise.*

Les résultats de Park et Dong Seng (1997) montrent que les alliances stratégiques permettent d'augmenter les parts de marché. Koh et Venkataraman (1991) montrent que les alliances technologiques sont performantes. Markides (1998) a testé empiriquement l'impact des acquisitions internationales et des acquisitions nationales, et a constaté contrairement à ses homologues nationaux, que les acquisitions internationales, en moyenne, créent de la valeur pour les actionnaires. Il a constaté précisément que les acquisitions internationales des États-Unis en Grande-Bretagne et au Canada ne créent pas de valeur, alors que les acquisitions américaines en Europe continentale créent une valeur significative, et cela est lié aux actifs incorporels à exploiter à l'étranger par les acquéreurs (Markides, 1998). Camerlynck, Ooghe, De Langhe (2005) montrent également que les acquéreurs arrivent à atteindre un taux de croissance supérieur à l'actif total et aux ventes des entreprises acquises. Park (2003), Silham et Howard (1986) confirment l'existence d'impacts sur la performance, le premier sur la performance des acquisitions connexes et les deuxièmes en évaluant les effets de la diversification sur la performance des entreprises en réduisant le risque pour la diversification. Les résultats de Perdreau (1998) démontrent la performance des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions par le biais des synergies d'exploitation, ces dernières ayant un impact direct sur le résultat économique de la firme. Les principales économies attendues de telles opérations sont les économies d'échelle et les économies de variété (*economies of scope*). Les premières visent à améliorer l'efficacité du processus de production par un effet taille et expérience, les secondes se fondent essentiellement sur un effet taille dont l'objectif est d'accroître le pouvoir de négociation de la firme face à ses fournisseurs (de biens, de services et de capitaux) et clients. Un « recentrage » apparaît dès lors compatible avec la recherche de telles économies : il vise la maîtrise d'un processus de production ou d'un marché.

A travers les travaux empiriques cités ci-dessous, nous constatons d'une part, que l'impact des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions sur la création de valeur financière est positif et d'autre part, que les résultats de notre recherche ainsi que ceux de Yoork (2004), qui a travaillé sur l'évolution de l'EVA après les opérations d'acquisitions, indiquent que la performance opérationnelle améliorée est anéantie par les coûts en capital des grandes primes

versées à l'entreprise cible, et que par conséquent, les acquisitions ne créent pas de gains économiques réels pour les actionnaires de l'entreprise acquéreuse.

On constate que de nombreux travaux sont contradictoires sur la performance des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions, notamment sur la mesure de la performance par rapport à la taille de l'entreprise. D'un côté, Treacy et Bowman (1980) ont constaté une forte corrélation négative entre la taille des entreprises et la variabilité de rendement des capitaux propres, et de l'autre côté Pomfret et Shapiro (1978) ont constaté une forte relation positive entre la taille des entreprises, la portée de la diversification et de la stabilité des bénéfices.

Quant à nous, nous stipulons que les alliances stratégiques et les fusions-acquisitions créent de la valeur financière, mais cette dernière est anéantie en partie par les coûts générés par celles-ci (Yoork, 2004).

L'analyse des résultats de notre étude nous amène à deux conclusions :

- comme nous avons intégré les différentes charges, nous pouvons expliquer cette neutralité de la performance par ce qu'on peut appeler *la création de valeur compensatoire* : les entreprises anticipent la baisse de leur résultat (due à la perte d'un marché par exemple) qui va se traduire par la baisse du chiffre d'affaires ou une éventuelle nouvelle charge, et pour compenser ces pertes, les entreprises optent pour les alliances stratégiques et les fusions-acquisitions (*intention financière et stratégique*).
- les intentions de recours aux alliances stratégiques et aux opérations de fusions-acquisitions sont finalement des intentions autres que les intentions financières, vu que nos résultats montrent que la création de valeur financière est minime, voire même neutre (*intention financière à minima*).

Il est vrai par ailleurs, que nombre d'études soulignent la contingence des effets des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions en fonction de la taille des partenaires, l'âge de l'alliance ou encore du contexte de sa mise en œuvre (Bruner et Spekman, 1998). Toutes ces raisons, en effet, peuvent venir expliquer que le recours aux alliances stratégiques et aux fusions-acquisitions ne puisse accroître la création de valeur financière :

- Les alliances stratégiques et les fusions-acquisitions peuvent devenir un élément de risque social, défini comme la part de variabilité des résultats économiques, liée aux ressources humaines et à leur gestion (Morck, 1990). Cette stratégie peut être à

l'origine d'un certain nombre de coûts, qui sont ceux relatifs à la création et à la gestion du capital social susceptibles d'absorber ses effets (Morck, 1990).

- Les alliances stratégiques et les fusions-acquisitions renforcent l'enracinement des dirigeants en adoptant des stratégies opportunistes (Morck, 1990).
- Les alliances stratégiques et les fusions-acquisitions sont des stratégies coûteuses, elles génèrent :
 - des coûts de développement et de maintenance en termes de formation, de conditions de travail et d'entretien d'un surplus organisationnel, justifiés par la sécurité de l'emploi destinée à favoriser la confiance ;
 - des coûts d'information et de gestion ;
 - des coûts d'innovation et d'opportunité ;
 - des coûts de dysfonctionnement et de mauvais exercice du pouvoir en place, dans la mesure où le capital social peut favoriser l'enracinement des individus (salariés et dirigeants) (Mork, 1990).

Les alliances stratégiques et les fusions-acquisitions apparaissent ainsi comme une pratique coûteuse pour l'entreprise. Nous pouvons estimer que ses éventuels effets positifs seraient absorbés par les coûts qu'elles engendrent.

Conclusion du chapitre 4

Ce chapitre 4 a pour but de mesurer la valeur créée par les alliances stratégiques et les fusions-acquisitions. Les données étant collectées sur sept années consécutives, entre 1997 et 2012, un type de régressions a été effectué : données de panel et un test de comparaison des moyennes. La variable à expliquer est appréhendée par un total de quatre (4) indicateurs de mesure de la performance, deux indicateurs boursiers : RAM et PBR et deux indicateurs comptable/financiers : ROA et ROE.

Plusieurs enseignements peuvent être tirés des résultats obtenus.

La plupart des études antérieures, qui tentent de mesurer la valeur créée par les AS et les F&A, optent pour la méthode des données de panel ou le test de *Student*. Aussi, dans ces études, les auteurs mobilisent très souvent les mêmes variables à expliquer et explicatives.

Cette recherche montre que les résultats obtenus sur l'examen des sociétés françaises cotées à l'indice du SBF 250 sont presque les mêmes que les résultats des travaux réalisés dans d'autres pays occidentaux.

L'étude menée sur la mesure de la création de valeur, souligne que l'influence des variables dépend généralement des dimensions de la variable à expliquer et de la structure des données (données de panel).

Des six hypothèses relatives aux variables, seule une hypothèse est validée pour le cas des alliances stratégiques (à savoir l'hypothèse H5, sur le rapport entre le chiffre d'affaires réalisé à l'étranger par rapport au chiffre d'affaires total) et deux hypothèses sont validées pour le cas des fusions acquisitions (à savoir l'hypothèse H1 sur l'effet d'annonce d'une F&A sur la valeur boursière et l'hypothèse H2 sur l'impact d'une fusion-acquisition sur le résultat d'exploitation).

Conclusion de la partie 2

Deux questions majeures étaient posées dans cette recherche :

- L'annonce d'une alliance stratégique ou d'une fusion-acquisition a-t-elle un impact sur la valeur boursière (sur la performance à court terme) ?
- Une alliance stratégique ou une fusion-acquisition crée-elle de la valeur financière réelle (à long terme) ? Autrement dit, les alliances stratégiques et les fusions-acquisitions sont-elles des leviers de performance financière ?

Pour répondre à ces questions, une étude quantitative a été effectuée englobant : d'une part, une étude sur la performance boursière analysée avec le test de *Student*, d'autre part, une étude de comparaison des moyennes et analyse de données de panel pour ce qui est de la performance réelle.

Le chapitre 4 s'articule autour de la pertinence des indicateurs boursiers, comptables et financiers de performance. Cette étude a été effectuée sur une période longitudinale de sept (07) années et sur les 75 alliances stratégiques et les 85 fusions-acquisitions, relevées des sociétés cotées à la bourse de Paris dans l'indice SBF250.

Sur le court terme, les différents résultats soulignent une pertinence de l'effet d'annonce d'une fusion-acquisition sur la rentabilité anormale moyenne (RAM) où un impact positif est constaté, contrairement au cas des alliances où l'impact est négatif.

Sur le long terme, les résultats sont mitigés, que ce soit pour les alliances stratégiques ou pour les fusions-acquisitions. Les impacts de ces deux stratégies, ne sont, ni positifs, ni négatifs, mais plutôt neutres. Sur les six hypothèses relatives aux variables, seule une hypothèse est validée pour le cas des alliances stratégiques (à savoir l'hypothèse H5 sur le rapport entre le chiffre d'affaires réalisé à l'étranger par rapport au chiffre d'affaires total) et une seule hypothèse validée pour le cas des fusions acquisitions (à savoir l'hypothèse H2 sur l'impact d'une fusion-acquisition sur le résultat d'exploitation).

CONCLUSION GÉNÉRALE

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

En guise de conclusion, nous nous proposerons de présenter, dans un premier temps, les objectifs et principaux résultats. Puis, nous aborderons, dans un second temps, les apports théoriques et empiriques de notre étude. Ensuite, nous aborderons, les limites de ce travail. Enfin, nous présenterons les perspectives et réflexions de recherches futures qui feront l'objet de nos travaux postdoctoraux.

1. Les objectifs et principaux résultats

La problématique de cette recherche a émergé du fait des ambiguïtés relatives à la création de valeur des rapprochements d'entreprises, notamment les alliances stratégiques et les fusions-acquisitions des sociétés françaises cotées sur le marché du SBF 250. En effet, la création de valeur fait l'objet de la préoccupation des actionnaires et des dirigeants. Par conséquent, il est nécessaire, pour les actionnaires et pour les dirigeants, de clarifier la notion de la création de valeur et les indicateurs de mesures de valeur créée ou détruite.

Si le concept de création de valeur, inspiré de l'approche économique de la maximisation du profit, a toujours été au cœur des préoccupations des dirigeants, la littérature ne fournit pas de définition claire et précise de cette notion.

Nous avons donc eu pour ambition de mesurer la création de valeur financière, notamment la création de valeur boursière sur le court terme et la création de valeur réelle sur le long terme.

Pour atteindre ces objectifs, nous avons adopté une démarche hypothético-déductive et une approche interprétativiste. Elle repose sur une épistémologie positiviste aménagé qui suppose que la réalité existe et qu'elle est régie par des lois universelles (positivisme), puis interprété cette réalité (interprétativisme).

Ce travail de recherche est organisé en deux (2) parties. Il a été jugé nécessaire dans la première partie de cette thèse de faire un tour d'horizon des concepts et d'exposer les théories qui justifient les motifs de recours aux alliances stratégiques et aux fusions-acquisitions et qui justifient également la création de valeur.

Cette rétrospective permet de mieux cerner les concepts de création de valeur dans le cadre des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions.

A l'issue de la présentation du double cadre théorique mobilisé, constitué d'une part, de la théorie positive de l'agence et de la théorie des ressources, et d'autre part, de la théorie des coûts de transaction et de la théorie de l'efficacité de marché, plusieurs hypothèses sont formulées.

Une fois les hypothèses exposées, la seconde partie de cette thèse est organisée autour d'une analyse quantitative par le biais d'une étude de la pertinence des indicateurs de création de valeur et de performance. Quatre (4) indicateurs, dont deux comptables/financiers et les deux autres boursiers, de mesure de la création de valeur comme variables à expliquer et six (06) variables explicatives.

Notre analyse de test de *student* pour la mesure de la performance boursière et une étude de comparaison des moyennes et analyse de données de panel pour la mesure de la performance réelle à long terme se porte sur les 75 alliances stratégiques et les 85 fusions-acquisitions relevées, des sociétés de l'indice SBF250 entre 1999 et 2009.

2. Les apports de notre recherche

Cette recherche présente trois apports majeurs. Ses contributions sont académiques (2.1) et managériales (2.2).

Notre recherche s'est engagée avec l'objectif de répondre à la problématique suivante :

- Le recours aux stratégies de croissance externe, notamment les alliances stratégiques et les fusions-acquisitions, crée-t-il de la valeur financière ?
- Le rapprochement d'entreprises, notamment les alliances stratégiques et les fusions-acquisitions, crée-t-il de la valeur financière ?

Dans le prolongement de cette problématique, nous avons proposé deux questions de recherche :

- L'annonce d'une alliance stratégique ou d'une fusion-acquisition a-t-elle un impact sur la valeur boursière (sur la performance à court terme)?
- Une alliance stratégique ou une fusion-acquisition crée-elle de la valeur financière réelle (à long terme)? Autrement dit, les alliances stratégiques et les fusions-acquisitions sont-elles des leviers de performance financière ?

Les contributions de notre étude se situent dans les réponses apportées à ces interrogations.

2.1. Les apports académiques : théoriques et empiriques

Au cours de notre travail de recherche, nous avons mobilisé plusieurs courants théoriques afin d'appréhender la problématique des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions et d'évaluer ses conséquences sur la création de valeur financière pour les firmes, notamment : la théorie de l'efficience de marché (Fama, 1965), la théorie de l'agence (Jensen, 1983 ; Jensen et Meckling, 1976), la théorie des ressources (Penrose, 1959 ; Pfeffer, 1992) sont mobilisées.

L'analyse des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions, dans le cadre des théories économiques qui ont fait l'objet du troisième chapitre, nous amène à conclure à la relative efficience des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions sur la création de valeur de la firme.

En effet, la théorie de l'efficience de marché qui s'intéresse à l'étude de l'efficacité des annonces d'alliances stratégiques et des fusions-acquisitions (Fama, 1965 ; Fama et al., 1969) montre une hostilité de principe face aux annonces d'alliances stratégiques (Hubler et Meschi 2000), contrairement au cas des fusions-acquisitions.

L'annonce d'une alliance stratégique dégrade la structure de l'efficience de marché et limite son efficacité car les acteurs financiers n'accordent pas des primes au contrôle, du fait de la méfiance solide dans les cas des annonces d'alliances stratégiques (Hubler et Meschi, 2000). Et le constat s'inverse pour l'annonce d'une fusion-acquisition.

Du point de vue de la théorie des coûts de transaction (Coase, 1937 ; Williamson, 1985), cette théorie a souvent été appliquée aux modes hybrides. Elle a permis le développement d'une véritable théorie transactionnelle (Hennart, 1991, 2010 ; Kogut, 1988 ; Parkhe, 1993 ; Tsang, 2000). En effet, cette théorie propose une grille de lecture cohérente des différentes activités des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions selon la nature de la transaction (Bertrand et Meschi, 2006). Williamson (1996, p. 379) définit la transaction comme « *l'unité d'analyse micro-analytique de la théorie des coûts de transaction. Une transaction apparaît quand un bien ou service est transféré à travers une interface technologiquement séparable* ». En se basant sur deux hypothèses, à savoir, la rationalité limitée et l'opportunisme, Williamson identifie la nature de la transaction d'un bien à travers la fréquence des transactions, l'incertitude et les spécificités des actifs.

Du point de vue de la théorie de l'agence, l'analyse des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions nous amène à être plus nuancé. D'une part, l'alliance stratégique et la fusion-

acquisition sont vues comme un mécanisme incitatif permettant l'alignement des intérêts des salariés avec ceux des actionnaires (Desbrières, 2002) et limitant, en conséquence, les sources de conflits et les coûts d'agence. D'autre part, l'alliance stratégique et/ou la fusion-acquisition est perçue comme un mécanisme d'enracinement managérial. En effet, une grande partie de la littérature soulève la question du pouvoir des dirigeants après l'alliance stratégique et/ou la fusion-acquisition.

Transposé dans le cadre du gouvernement d'entreprise, l'alliance stratégique et/ou la fusion-acquisition semble jouer un rôle à double facette. D'une part, elle peut constituer un outil de gouvernement d'entreprise, dans la mesure où son volet incitatif peut amener les dirigeants à assurer un contrôle efficace et avoir un pouvoir supplémentaire sur les actionnaires afin de protéger leur double investissement en capital humain et en capital financier.

D'autre part, l'alliance stratégique et/ou la fusion-acquisition peut affaiblir les dispositifs de contrôle sur les dirigeants et, en particulier, celui du marché financier (Hubler et Meschi, 2000).

Les résultats des travaux sur la théorie fondée sur les ressources sont mitigés. La RBV perçoit une F&A comme la conséquence d'opportunités saisies par une firme et une façon de se positionner dans un certain environnement. Calabrese et Boum (2000) émettent l'hypothèse selon laquelle les startups peuvent améliorer leurs performances, au début, en établissant des alliances dans un réseau performant qui donne accès à des informations et des capacités diverses à des coûts minimum de redondance. On réduit ainsi les conflits, la complexité, en s'alliant judicieusement avec ses rivaux potentiels ce qui offre plus de possibilités d'apprentissage et moins de risques de rivalité intra-alliance. Pour Combs et Ketchen (1999), d'une manière générale, la théorie basée sur les ressources (RBV) suggère que les entreprises cherchent à capitaliser et accroître leurs capacités et dotations. Alors que l'économie de l'organisation affirme que les entreprises se concentrent sur la minimisation des coûts d'organisation, Combs et Ketchen (1999) suggèrent dans leurs résultats que donner la primauté aux problèmes de ressources nuit à la performance de certaines entreprises.

Au total, notre analyse de la littérature nous a permis de mettre en lumière la controverse théorique sur les avantages des recours aux alliances stratégiques et aux fusions-acquisitions par la firme. Cette « division » a été confirmée par les observations empiriques des travaux antérieurs qui affichent des résultats mitigés.

Sur le court terme, un premier courant empirique de travaux confirme les effets positifs des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions sur la création de valeur financière à court terme, respectivement Das et Seng (1988) et Hubler et Meschi (2000) pour le cas des fusions acquisitions, et un deuxième courant, **et c'est là où s'inscrivent nos résultats sur les effets d'annonces**, infirme l'hypothèse de création de valeur boursière : Koh et Venkatramen, 1991 ; Reuer et Miller, 1997 ; Jacquot et Koehl, 1998 ; Das, Sen et Sengupta, 1999, pour le cas des alliances stratégiques, et : Travlos, 1987 ; Huang et Walkling, 1987 ; Doukas et Travlos, 1988 ; Woolridge et Snow, 1990 ; Jennings et Mazzeo, 1991 ; Markides et Oyon, 1998 ; Bruner, 1998 ; Moon et Walkling, 2000, pour le cas des fusions-acquisitions.

Sur le long terme, également, nous avons un courant empirique de travaux qui confirme les effets positifs des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions : Dong seng, 1997 ; Perdreau, 1998 , Koh et Venkataraman, 1991, pour les cas des alliances stratégiques, et : Camerlynck, Ooghe, De Langhe, 2005 ; Park, 2003 ; Markides, 1998 ; Perdreau, 1998, pour le cas des fusions-acquisitions.

2.2. Les apports managériaux

Cette recherche, dont l'objet principal est la mesure de la création de valeur financière créée par les alliances stratégiques et les fusions-acquisitions est susceptible d'intéresser les actionnaires, les investisseurs ainsi que les dirigeants d'entreprise.

L'analyse de la littérature théorique et empirique nous a conduits à élaborer un modèle de recherche composé des hypothèses rendant compte des interrogations posées dans la recherche.

A partir des hypothèses théoriques émises et à travers les données empiriques collectées, nous avons mené une étude empirique sur un échantillon de **75** alliances stratégiques et **87** fusions-acquisitions issues de l'indice **SBF 250** pour la période **1999-2009**. Cette étude, sur une période longitudinale, nous a permis :

- sur le court terme, de rejeter l'hypothèse selon laquelle les alliances stratégiques créent de la valeur boursière, et d'accepter l'hypothèse selon laquelle les fusions-acquisitions créent de la valeur boursière.
- sur le long terme, d'accepter que les alliances stratégiques et les fusions-acquisitions créent une valeur financière minime.

Nous partons du principe que les AS et les F&A créent de la valeur qui est anéantie par les pertes générées par ailleurs, ce que l'on peut appeler *la création de valeur compensatoire*, et

dans ce cas, nous pouvons dire que l'intention des partenaires est *stratégico-financière (intention financière à minima)*.

D'une manière générale, nous pourrions dire, selon notre postulat, que le recours aux alliances stratégiques et aux fusions acquisitions génère de la valeur financière. Cette dernière qui n'apparaît pas dans le résultat final ou consolidé d'une firme, est ce qu'on peut appeler de *la création de valeur compensatoire*. Dans ce cas le motif de recours est *stratégico-financier* (l'impact financier compense ou complète l'intention stratégique) ou peut-être le postulat d'Aliouat (1993, 2007 et 2009) est validé et par conséquent, l'intention des partenaires est purement *stratégique*.

Nos résultats se situent ainsi dans le courant des travaux empiriques qui sont pour l'hypothèse d'un accroissement de la valeur financière après une alliance stratégique ou une fusion-acquisition.

3. *Les limites de la recherche*

La conduite de cette recherche a été fortement contrainte par les difficultés d'accès aux données. Il conviendrait, afin d'obtenir des résultats plus probants et plus généralisables, d'élargir l'échantillon d'étude sur un nombre plus important d'entreprises et avec plus de détails sur les données.

Il conviendrait également d'élargir le champ temporel d'investigation. Une étude de plusieurs années et par secteurs (comme c'est le cas de plusieurs travaux anglo-saxons) permettrait de cerner avec beaucoup de clarté l'impact des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions sur la création de valeur financière.

Nous sommes conscients de ne pas avoir inclus dans notre étude certains indicateurs qui ne sont pas sans influence sur les résultats obtenus, tels que le nombre des partenaires, l'âge de l'alliance, les charges et les produits générés seulement par l'alliance ou la fusion-acquisition.

Cependant, la difficulté d'obtenir ce type d'information nous a empêchés d'exploiter ces variables.

D'un point de vue méthodologique, il conviendrait d'utiliser des variables modératrices et médiatrices afin de mieux élucider la relation entre l'alliance stratégique ou la fusion-acquisition et la création de valeur financière qui constitue un objet de recherche très complexe (Aliouat et Taghzouti, 2009).

4. *Les perspectives de recherche*

La complexité de l'objet de recherches « alliance stratégique et fusion-acquisition » exige la poursuite des recherches autour de cette problématique, en empruntant d'autres voies afin d'approcher au mieux la mesure de leur impact sur la création de valeur financière de la firme.

Premièrement, il serait utile d'engager une étude rendant compte de la possible relation de causalité entre alliance stratégique ou fusion-acquisition et la création de valeur financière. La première est-elle une cause ou une conséquence de la seconde ? Les entreprises se motivent-elles pour conclure une alliance stratégique ou une fusion-acquisition afin d'améliorer leur performance financière ? Ou la réalisation d'une performance satisfaisante constitue-t-elle un préalable à la mise en place d'un dispositif motivant la conclusion d'une alliance stratégique ou d'une fusion-acquisition ?

Deuxièmement, les études qui ont porté sur la problématique d'alliance stratégique ou de fusion-acquisition sont en général unidimensionnelles. Elles se situent soit par rapport aux données boursière, comptables et financières, soit par rapport aux données qualitatives (entretiens et questionnaires). Il conviendrait d'orienter les futures recherches vers une étude bidimensionnelle prenant en compte les deux niveaux d'analyse au sein d'une même étude empirique, une étude sur une période longitudinale (macro-organisationnelle) intégrant des indicateurs à la fois sociaux (la dynamique organisationnelle...) et économiques (croissance, ROI, ROE...) permettrait de rendre compte du contexte organisationnel, social et économique dans lequel s'inscrit la pratique de recours aux alliances stratégiques et aux fusions-acquisitions.

Troisièmement, il conviendrait d'engager une étude sur une période longitudinale, sur un grand échantillon d'entreprises afin de pouvoir analyser les résultats par secteur d'activité et par taille d'entreprise, avant et après la conclusion de l'alliance ou la réalisation d'une opération de fusion-acquisition. Cette méthodologie permettrait de mettre en lumière l'existence ou non des différences de performance.

Enfin, une étude par entretien, auprès des principaux acteurs financiers sur ce qui concerne les annonces d'alliances stratégiques et des fusions-acquisitions, et auprès des managers d'alliances stratégiques et des fusions-acquisitions, nous paraît être d'une extrême utilité.

D'une part, l'analyse détaillée des critères d'évaluation d'une alliance stratégique et d'une fusion-acquisition par les acteurs financiers et d'autre part, l'analyse des motivations des dirigeants d'entreprises à conclure une alliance ou à réaliser une opération de fusion-

acquisition (déterminants de leurs motivations entre les différentes stratégies, notamment, les alliances stratégiques et les fusions-acquisitions, l'examen des raisons amenant les dirigeants à engager une politique incitative à la conclusion d'une alliance stratégique et à la réalisation d'une opération de fusion-acquisition), tout cela nous permettra d'explorer de près les aspects organisationnels de ces pratiques, et de prévoir avec beaucoup de précision leurs conséquences sur la firme en générale, et sur la création de valeur financière en particulier.

BIBLIOGRAPHIE

Aboudy D., (1996), Market valuation of employee stock-options, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 22, p 357-391.

Abowd J.M., (1990), Does performance-based managerial compensation affect corporate performance?, *Industrial and Labor Relations Review*, vol. 43, no 3, p 52-73.

Adams W.J., (1974), "Market structure and corporate power: the horizontal dominance hypothesis reconsidered", *Columbia Law Review*, n° 74, pp. 1276-1297.

Adler L., (1979), La stratégie de symbiose, *Harvard-L'Expansion*, Automne, 85-98.

Adobor H., (2002), Competitive success in an age of alliance capitalism: how do firm-specific factors affect behavior in strategic alliances? *Advances in Competitiveness Research*, Vol. 10, Iss.1, 71-100.

Afshar, K.A., R.J. Taffler et P.S. Sudarsanam, (1992), "The effect of corporate divestments on shareholder wealth: The UK experience", *Journal of Banking & Finance*, vol. 16, n° 1, p. 115- 135.

Aglietta M., Rebérioux A., (2004), *Dérives du capitalisme financier*, Paris, Albin Michel Économie.

Agrawal A. et Jaffe F., (2003), "Do takeover targets underperform? Evidence from operating and stock returns", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38, n° 4, pp. 721-746.

Agrawal A., Jaffe J.F. et Mandelker G.N., (1992), "The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly", *The Journal of Finance*, Vol. XLVII, n°4, Sept.: p. 1605-1621.

Agrawal A., Jayaraman N., (1994), "The Dividend Policies of all-Equity Firms: a Direct Test of the Free Cash Flow Theory", *Managerial and Decision Economics*, vol. 15, n°2, p. 139-148.

Aguilera R. et Jackson V., (2003), The cross national diversity of corporate governance: Dimensions and determinants, *Academy of Management Review*, vol. 28, no 3, p. 447-465.

Ahuja G., & Lampert C.M., (2001), Entrepreneurship in the large corporation: a longitudinal study of how established firms create breakthrough inventions, *Strategic Management Journal*, Vol. 22, Iss. 6-7, pp: 521-543.

Akhavein J.D., Berger A.N. et Humphrey D.B., (1997), "The Effects of Megamergers on Efficiency and Prices: Evidence from a Bank Profit Function", *Review of Industrial Organisation*, vol. 12.

Al Ehrbar -Stern Stewart, (2000), *Les défis de la création de valeur : EVA*, Village Mondial, Paris

Albouy M. ,(2003), *Décisions financières et création de valeur*, Economica, 2e édition,

Albouy M., (2001), Implication financière des dirigeants et performance boursière, *Analyse Financière*, no 2, p. 61-66.

Albouy M., (2005), « Peut-on croire à l'efficacité de marché financier ? », *Revue française de gestion*, vol 31n n° 157, p.169-188.

- Albouy M., (2006), "Théorie, applications et limites de la mesure de la création de valeur", *Revue Française de Gestion*; 32, 160.
- Albouy M., (2009), "Crise financière: quelles leçons pour la finance?", *Revue française de gestion*, N° 193.
- Alchian A. et Demsetz H., (1972), Production; information's costs and economic organisation, *American Economic Review*, vol. 62, no 5, p. 777-795.
- Alchian A. et Woodward S., (1998), The firm is dead, Long live the firm. A review of Oliver Williamson's the Economic Institutions of Capitalism, *Journal of Economic Literature*, vol. 26, no 1, p. 65-79.
- Alchian A.A. et Demsetz H., (1972), "Production, information costs and economic organization", *American Economic Review*, Vol. 62, pp. 777-795.
- Alchian A.A., Crawford et Klein B.R., (1978), "Vertical integration appropriable rents and the competitive contracting process", *Journal of Law and Economics*, n° 21, pp. 297-326.
- Alexandre H. et Paquerot M., (2000), Efficacité des structures de contrôle et enracinement des dirigeants, *Revue Finance, Contrôle, Stratégie*, vol. 3, no 2, juin, p. 5-29.
- Aliouat B., (2004) « Un regard nouveau et global sur l'organisation en réseau : compétences relationnelles et métamorphoses des organisations », *Revue Management International*, vol.8, n° 2, pp. 51-56.
- Aliouat B. (dir.), (2010), *Les pôles de compétitivité : performance et gouvernance des réseaux d'innovation*, Lavoisier-Hermès Sciences Publishing, Paris-Londo
- Aliouat B., (1996), *Les stratégies de coopération industrielle*, Economica, Paris.
- Aliouat B., (2000), "Entrepreneurship Culture And Technological Strategic Alliances Between Competitors: From Saving Transaction Cost To Common Knowledge Dynamics", *Journal Of Enterprising Culture*, vol.8, n° 3, September, pp. 271-290.
- Aliouat B. & Taghzouti A., (2007), Alliances stratégiques et Création de valeur : Rentabilité, Avantage concurrentiel ou Légitimité ? Vers une analyse croisée de modèles complémentaires, *XVII^e Conférence de l'AIMS, Montréal, 6-7-8-9 Juin*.
- Aliouat B. & Taghzouti A., (2009), Vers un pilotage des alliances stratégiques par des méthodes perceptives de la valeur : L'influence de la « performance perçue » sur la propension des managers à nouer et maintenir des alliances, *18^{gième} Conférence AIMS, Grenoble, 3-4-5 Juin*.
- Aliouat B., (1993), *Alliances technologiques : contribution à la modélisation d'une stratégie paradoxale*, thèse de doctorat, ESA Lille.
- Aliouat B., (1993), L'éco-management stratégique des alliances technologiques : analyse empirique d'une situation paradoxale, *Gestion 2000*, n°5.
- Aliouat B., (2008), Coopétition et pôles de compétitivité : Manager la co-innovation par des alliances stratégiques, *Symposium International MDI, 22-23 Juin*.

Aliouat B., Thiaw Ch., (2013), L'orientation « marche » au sein des réseaux d'innovation: le cas contraste du pôle mondial SCS, *Conférence internationale Atlas AFMI 8-9 juillet, Hec Montréal*.

Aliouat B. et Maerten Rouhier I., (2002), "A Structural Approach confronting the Resource-Based View of Interfirm Cooperation: Key factors of Success and Core Competencies of Strategic Alliances Organizations", *ABR Conference, Cancun, Mexique, Juin*.

Aliouat B., (2001) « A Resource-Based View Of Interfirm Cooperation : Explaining The Capture Of Value From The Deployment Of Strategic Resource Within Technological Alliances (An Empirical Analysis) », *strategic management society 21st annual international conference, san francisco, october 21-24*.

Aliouat B., Leroy M., (2012), Stratégies de création de valeur dans le secteur des Smartphones : avantage au leader d'innovation en rupture d'image (comparaison Apple-Rim-Nokia), *Business Management Review*, vol.1 n° 3, Octobre-Novembre-Décembre, pp.130-155.

Aliouat B. (1995), "Stratégies d'alliances technologiques au sein de l'union européenne : une analyse de droit compare ", *Gestion 2000*, n° 3, Mai-Juin.

Aliouat B. et N. Daidj (2012), Gouvernance des réseaux d'innovation: pour une approche éco systémique, *Business Management Review*, Janvier-Mars, vol.2, n° 1, pp.142-169.

Allard-Poesi F., (2003), Coder les données, in Y. Giordano (dir.), *Conduire un projet de recherche : une perspective qualitative, EMS (Éditions Management & Société)*, 245-290.

Allard-Poesi, F. et C.-G. Maréchal, (2003), « Construction de l'objet de recherche », dans R.-A. Thiéart et al. (dir.), *Méthodes de recherche en management*, Dunod, Paris, p. 34-56.

Allouche J. et Amann B, (2000), L'entreprise familiale : un état de l'art, *Finance, Contrôle, Stratégie*, vol. 3, n° 1, p. 33-79.

Allouche J., (1981), "*Motifs et efficacité des opérations de la croissance externe*", Doctorat d'Etat, Paris 9.

Altman, E. I., (1968), "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of the Corporate Bankruptcy", *Journal of Finance*, 23, 589 – 609.

Altunbas, Y., Marqués, D., (2008). Mergers and acquisitions and bank performance in Europe: The role of strategic similarities, *Journal of Economics and Business*, Volume 60, Issue 3, 204-222

Amann B., (1999), in Koenig G. Dir., *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise au XXIe siècle*, Économica.

AMF, (1997-2011), Rapports annuels, <http://www.amf-france.org/>.

Amit R. et Livnat J., (1988), "Diversification strategies, business cycles and economic performance", *Strategic Management Journal*, Vol. 9, n° 2, pp. 99-110.

Amit, R., Livnat, J. et P. Zarowin, (1989), "A Classification on Mergers and Acquisitions by Motives: Analysis of Market Responses", *Contemporary Accounting Research* 6, 143-158.

- Anand, B. N., & Khanna, T, (2000), Do firms learn to create value ? The case of alliances. *Strategic Management Journal*, 21, 295-315.
- Anand, J. et Singh H., (1997), "Assets redeployment, acquisition and corporate strategies in declining industries", *Strategic Management Journal*, vol. 18, Summer Special Issue, p. 99-118.
- Anderson E. & Schmittlein D.C., (1984), Integration of the sales forces: An empirical examination, *Rand Journal of Economic*, Vol. 15, Iss.3, 385-395.
- Anderson R.C., Bates T.W., Bizjak J.M. et Lemmon M.L., 2000, Corporate Governance and Firm Diversification, *Financial Management*, vol. 29, no 1, p. 5-22.
- Andrade G. et E. Stafford (1999), "Investigating the Economic Role of Mergers", *Harvard Business School working paper*.
- Andrade G., Mitchell M. et Stafford E., (2001), "New Evidence and Perspectives on Mergers", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, no 2, p. 103-120.
- ANGOT.J, MEIER.O, (2000), « Les leçons d'un échec », *Revue Française de Gestion*, n° 131, novembre- décembre 2000.
- Anslinger P.L. et Copeland T.E., (1996), "Growth through acquisitions: a fresh look", *Harvard Business Review*, pp. 126-135.
- Anslinger, P.L. et T.E. Copeland, (1999), "La croissance par acquisition: un regard nouveau", traduction d'un article de la *Harvard Business Review*, in Les opportunités de croissance, *Éditions de l'Organisation*
- Ansoff H.I., (1984), "Stratégie du développement de l'entreprise", Hommes et Techniques, Traduction française de H.I. Ansoff 1965, *Corporate Strategy*, MacGraw Hill.
- Ansoff I., (1976), Stratégie du développement de l'entreprise, Edition Hommes et Techniques, (La version américaine est publiée en 1965 sous le titre : *Corporate Strategy*).
- Aoki M., (1984), *The Co-operative game theory of the Firm*, Oxford University Press, New York.
- Aoki M., (1990), Toward and economic theory of the Japanese Firm, *Journal of Economic Literature*, vol. 23, no 1.
- Applebaum E., Berg P., (2000), High performance work systems: the historical context, in Margaret Blair et Thomas A. Kochan, eds: *The new relationship: human capital in American*
- Arino, A., (2003), "Measures of strategic alliance performance: An analysis of construct validity", *Journal of International Business Studies*, Vol. 34, n° 1, p. 66-80.
- Arlandis J., (1987), De l'alliance stratégique à la stratégie d'alliance, *Revue d'Economie Industrielle*, n° 39, 1^{er} trimestre, 228-243.
- Arrègle J.L., (1996), Analyse Resource Based et identification des actifs stratégiques, *Revue Française de Gestion*, n° 108.

- Arrow K., (1986), Rationality of Self and others in an Economic System, *Journal of Business*, vol. 59, n° 4.
- Arthur J., (1994), Effect of Human Resource Systems on Manufacturing Performance And Turnover, *Academy of Management Journal*, vol. 37, p. 670-687.
- Asquith P., Bruner R. et Mullins D.W., 1983, "The gains to bidding firms from merger", *Journal of Financial Economics*, n° 11, pp. 121-139.
- Bae, J., & Gargiulo, M., (2004), Partner substitutability, alliance network structure, and firm profitability in the telecommunications industry. *Academy of Management Journal* , 47 (6), 843-859.
- Baker P., Jensen C. et Murphy J., (1988), Compensation and incentives: practice vs. theory, *Journal of Finance*, vol. 43, p. 600-615.
- Balakrishnan S., (1988), "The prognostics of diversifying acquisitions", *Strategic Management Journal*, Vol. 9, n° 2, pp. 185-196.
- Bamford, J. D., & Ernst, D. (2002), Managing an alliance portfolio. *The McKinsey Quarterly* , 3, 29-39.
- Bancel F., (1997), *La Gouvernance des entreprises*, Economica, 111p.
- Banque de France, (1990), "*L'efficacité des stratégies de croissance externe : l'expérience de l'industrie française*", Direction des entreprises, centrale des bilans, Janvier.
- Barabel M, Meier O., (2002), « Quatorze clés pour réussir une acquisition » *Expansion Management*, n° 104.
- Barabel M. et Meier O., (2002), "Quatorze Clés Pour Réussir une Acquisition", *L'Expansion Management Review*, 104, p.98-105.
- Barber B.M. et Lyon J.D., (1996), "Detecting abnormal operating Performance: The empirical Power and Specification of Test Statistics", *Journal of Financial Economics*, 41, p. 359-399.
- Barber B.M. et Lyon J.D., (1997), "Detecting long-run abnormal Stock Returns: The empirical Power and Specification of Test Statistics", *Journal of Financial Economics*, 43, p. 341-37.
- Barber, Brad and John Lyon, (1996), "Detecting Abnormal Operating Performance: The Empirical Power And Specification Of Test Statistics," *Journal of Financial Economics*, v41 (3,Jul), 359-399.
- Barber, Brad and John Lyon, (1997), "Detecting Long-Run Abnormal stock returns: The Empirical power and specification of Test Statistics," 43 *Journal of Financial Economics*, 341-372.
- Bardin L., (1998), *L'analyse de contenu*, Puf, 9ième édition, Paris.
- Barkema H.G. & al., (1997), Working abroad, working with others: how firms learn to operate international joint ventures, *Academy of Management Journal*, Vol.17, 426-442.

- 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.
- Barney G.B., (1991), Firm Resource and sustainable competitive advantage, *Journal of Management*, Vol.17, 99-120.
- Barney J.B., (1986), "Strategic Factor Markets: Expectations, Luck, And Business Strategy", *Management Science*, Vol. 32, n° 10.
- Barreto I. & Baden-Fuller Ch., (2006), To Conform or To Perform? Mimetic Behaviour, Legitimacy-Based Groups and Performance Consequences, *Journal of Management Studies*, Vol. 43, No. 7, 1559-1581.
- Barreyre P.U. & Bouche M., (1982), Pour une meilleure compétitivité fondée sur la solidarité interentreprises : les politiques d'impartition, *Revue Française de Gestion*, 8-17, octobre-novembre.
- Barthélémy J., (2006), Les mécanismes de création et d'appropriation de la valeur dans une relation interorganisationnelle : une analyse du cas Disney-Pixar, *XVIème conférence internationale de management stratégique*, Annecy, Genève.
- Batsch L. (2006), "33 groupes du CAC 40 de 2000 à 2005 : leurs cash-flows gagnés, investis et distribués", *Option Finance*, n° 885, Cereg, université de Paris-Dauphine, 29 mai, p. 39-41.
- Batsch L., (1999), « *Finance et stratégie* », Economica.
- Batsch L., (1993), *La Croissance des Groupes Industriels*, Ed., Economica, Paris.
- Baudry B., (2003), *Économie de la firme*, Paris, La Découverte.
- Baum, J. A., Calabrese, T., & Silverman, B. S., (2000), Don't go it alone: Alliance network composition and startups' performance in Canadian biotechnology. *Strategic Management Journal*, Vol.21, 267-294.
- Baumard P. et Ibert J., (1999), "*Quelle approche avec quelles données ?*", in Thiétart R.A, et coll., *Méthodes de recherche en management*", Dunod, Paris.
- Baumert H., 1994, *Les Stratégies de Croissance dans les Entreprises*, Ed., P.U.F., Paris.
- Bavay F. et Beau D., (1990), "L'impact des politiques de croissance externe : l'expérience des entreprises françaises au cours des années quatre-vingt", *Economie et Statistiques*, n° 229, Février, pp. 29-40.
- Beamish P.W. & Kachra, (2004), Number of partners and JV performance, *Journal of World Business*, Vol.39, Iss.2, 107-120.
- Beamish P.W. & Lu J.W., (2001), The internationalization and performance of SMEs, *Strategic Management Journal*, Vol. 22, Iss. 6-7, 565-586.
- Beamish P.W., (1994), Joint Venture in LDCs: Partner Selection and Performance, *Management International Review*, Special Issue, Vol.34, 60-74.
- Beatty A., (1995), The Cash flow and informational effects of employee stock ownership plans, *Journal of financial Economics*, vol. 38, pp 211-240.

Beau D. et Sananes J.c., (1990), "Les opérations de croissance externe des entreprises françaises: constats et perspectives", *Revue d'économie industrielle*, n° 54, p. 100- 112.

Bellon B. & Niosi J., (2002), Les théories institutionnalistes des alliances industrielles stratégiques, *Revue Française de Gestion*, Vol.28, n° 140.

Ben Amar W., André P., et Laurin C., (2003), "Regroupements d'entreprises et gestion des bénéfiques", *Revue du financier*, Février. (139) : 26-36.

Bensebaa F., (2001), alliances et processus de croissance internationales des firmes : le cas de l'hôtellerie, *Xième conférence de l'AIMS*, 13-14-15 juin, Université Laval, Québec.

Bensebaa F., (2000), Actions stratégiques, réactions et performance des entreprises, *M@n@gement*, 3(2), 57-79.

Berdrow I. & Lane H.W., (2003), International joint ventures: creating value through successful knowledge management, *Journal of World Business*, Vol.38, Iss.1, 15-30.

Berger A., Smith F.W., (1993), « Economies d'Echelle, fusions, concentration et efficacité » *Revue d'économie financière* n° 27.

Berger, P. et Ofek, E., (1995), "Diversification effects on firm value", *Journal of Financial Economics*, Vol. 37, p. 39-65.

Berger, A.N., Hasan, I., Zhou, M., (2010), The effects of focus versus diversification on bank performance: Evidence from Chinese banks. *Journal of Banking and Finance*, vol 34, 1417-1435

Bessière v., (1998), "Répartition de la création de valeur entre l'acquéreur et la cible d'une offre publique: une analyse du pouvoir de négociation de la firme initiatrice", *Congrès international de l'AFF!*, Lille, 23 pages.

Bettis R.A., (1981), "Performance differences in related and unrelated diversified firms", *Strategic Management Journal*, 2, 379-393.

Bienayme A., (1971), *La Croissance des Entreprises-I, Analyse dynamique des Fonctions de la Firme*, Ed., Bordas, Paris.

Black F. et Scholes M., (1973), "The pricing of options and corporate liabilities", *Journal Political Economy*, vol. 81, n° 3, pp. 637-654.

Black J.A. & Boal K.B., (1994), Strategic resources: traits, configurations and paths to sustainable competitive advantage, *Strategic Management Journal*, Vol.15.

Blair M. and Thomas Kochan (eds), (2000), The New Relationship: Human Capital in the American corporation, *The Brookings Institution*.

Blanc G. & Garrette B., (1994), Le management des alliances stratégiques, in *Perspectives Management stratégique*, Tome II, 185-209

Blockerye.T, Eloy.M, (2004), « *Acquisitions et fusions* », *ESSF*.

Bogliolo F., (2000), *La création de valeur*, Editions d'organisations, Paris.

- Boissin O., (1999), La construction des actifs spécifiques : Une analyse critique de la théorie des coûts de transaction, *Revue d'Economie Industrielle*, n° 90, 4^{ième} trimestre 1999.
- Bompoint P., et Marois B., (1998), *Le pouvoir actionnarial : Les relations sociétés investisseurs face à la mondialisation des marchés*, Edition JV&DS.
- Boulard M.M. & Piqueras J.J.R., (1994), *la coopération interentreprises : un phénomène structuré, Perspective en Management Stratégique*, Tome II, Economica, Paris.
- Bouquin Ph., (1998), "L'asymétrie d'information autour de l'annonce d'offres publiques : mesure par la fourchette, la liquidité et les volumes", *Séminaire International Francophone de Finance*, septembre.
- Bourguignon A. (1995), "Peut-on définir la performance ?", *Revue Française de Comptabilité*, n° 269, juillet-août, p. 61-66.
- Bradley M.D., Desai A.S. et Kim E.H., (1988), "Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of the target and acquiring firms", *Journal of Financial Economics*, Vol. 21, pp. 3-40.
- Brandouy O., (2000), "*Modification des frontières du groupe de sociétés, variation des conditions concurrentielles et impact sur la richesse des actionnaires*", Ed. Pulim.
- Bréchet J-P., et Desreumaux A. (1998a), Le thème de la valeur en sciences de gestion : représentations et paradoxes, in *Valeur, marché et organisation*, Actes des XIVèmes.
- Bretel B., Caubet-Hilloutou J.N. et Epaulard A., (1993), "Quels sont les déterminants de la croissance externe des entreprises françaises?", *Economie et Prévision*, n° 109, pp. 25-35.
- Bricault J.L. et Collin-Sedilot B., (1993), "La croissance externe des entreprises françaises à la fin des années quatre-vingt", *Economie et Statistiques*, n° 268-269, pp. 31-43.
- Brown S.J and Warner J.B, (1985), "Using Daily Stock Returns in Event Studies," *Journal of Financial Economics* 14, 1985, 3-31.
- Brown, S. and J. Warner, (1980), "Measuring security price performance", *Journal of Financial Economics*, 8, 205-258.
- Brun.G, *Le management par la valeur*, Afnor 2001.
- Bruner R.F., (1999), An analysis of value destruction and recovery in the alliance and proposed merger of Volvo and Renault, *Journal of Financial Economics*, Vol.51, Iss.1, 125-166.
- Buchanan J.M., (1965), *An Economic Theory of Clubs*, Economica, 32, 1-14.
- Bughin-Maindiaux Ch. & Finet A., (1999), Les mesures non financières de la performance : une information au service de la prévention de faillites, Direction et Gestion, *La Revue des sciences de gestion*, n° 175-176-finance.
- Buigues P.A. et Jacquemin A., (1988), "1992 : quelles stratégies pour les entreprises européennes", *Revue Française de Gestion*, Juin-Juillet-Août, pp. 5-15.

Burgelman R, (1986), "Managing Corporate Acquisition Entrepreneurship: New Structures for Implementing technological Innovation", In M. Horwitch (Ed.), *Technology in the modern corporation*, p. 1-13, New York, *Pergamon Press*.

Burgers, W. P., Hill, C. W., & Kim, W. C. (1993). A theory of global strategic alliances: The case of the global auto industry. *Strategic Management Journal*, Vol.14 (6), 419–432.

Cabon-Dhersin M-L., (2003), Dynamique et robustesse de la coopération inter-firmes en R&D : confiance et réputation, *Revue d'Economie Industrielle*, n°104.

Caby.J, Hirigoyen G., 2005, *Création de valeur et gouvernance de l'entreprise*, édition Economica.

Caby.J., Hirigoyen G., (2001), *La création de valeur de l'Entreprise*, Economica, 197 p.

Cakici N., Shastri K. et Tandon K., (1999), "The Impact of Information Asymmetry on Market Microstructure: The Evidence from Announcements of Mergers and Acquisitions", *Social Science Research Network*, Working Papers Series.

Campa J.M. et Hernando I., (2004), "Shareholder value creation in European F&As", *European Financial Management*, Vol. 10, pp. 47-82.

Cappelletti L., (2005), la création de connaissances dans une recherche en audit et contrôle fondée sur l'expérience professionnelle, *congrès de l'AFC*.

Capron L., (1999), "The Long-Term Performance Of Horizontal Acquisitions", *Strategic Management Journal*, 20, p. 987–1018.

Capron L., (1995), "Les vagues de fusions et acquisitions aux Etats Unis, Entreprise et Histoire", *Strategic Management Journal*.

Capron L et Pistre N, (2002), When do acquirers earn abnormal returns?, *Strategic Management Journal*, 23, p. 781–794.

Ceddaha. F, (2005), *Fusions-acquisitions*, Ed. Economica.

Chalençon L, (2011), La performance des fusions-acquisitions : une revue de la littérature, "2ème colloque franco-tchèque " *Trends in International Business* ", Lyon : France.

Chan S.H., & al., (1997), Do Strategic Alliances Create Value? *Journal of Financial Economics*, Vol.46, Iss.2, 199-221.

Charmouh M, (2009), "La création de valeur financière et stratégique lors de la fusion Sanofi-Aventis", *colloque AFFI Mai 2009*, Brest.

Charmouh M. 2009, "Sources de création de valeur dans les fusions et acquisitions horizontales", *colloque ORIANE Octobre 2009*, Bayoune.

Charreaux G. et Desbrières Ph., (1998), "Gouvernance des entreprises: valeur partenariale contre valeur actionnariale", *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 1, n°2, juin, p. 57-88.

Charreaux G., (1991), "Structures de propriété, relation d'agence et performance financière", *Revue économique*, mai, n° 3, p. 521-552.

- Charreaux G., (1997b), *Mode de contrôle des dirigeants et performance des firmes*, in *Le Gouvernement des Entreprises*, Charreaux G. (ed.), coll. Recherche en Gestion, Économica, p. 17-54.
- Charreaux G., (1999), *La théorie positive de l'agence: lectures et relectures*, in *Des nouvelles théories pour gérer l'entreprise au XXIe siècle*, Koenig G. (coord.), Économica.
- Charreaux, G., (1998), "Le point sur la mesure de performance des entreprises", *document de travail de LEG*, <http://www.u-bourgogne.fr/LEG/wp/0980401.pdf>.
- Chatterjee S., (1986), "Types of synergy and economic value: the impact of acquisitions on merging and rival firms", *Strategic Management Journal*, Vol. 7, n° 2, pp. 119-140.
- Chauzal Ch., (2000), L'analyse des alliances stratégiques dans l'optique du droit et de gestion, 6-7-8 septembre, *XVIème Journées nationales des IAE*, Bayonne- Biarritz.
- Chen H. & Chen T.J., (2002), Asymmetric strategic Alliances: A network View, *Journal of Business Research*, Vol.57, Iss.12, 1-8.
- Chen H., (1999), International Performance of multinationals: A hybrid model, *Journal of World Business*, Vol.34, Iss. 2, 157-170.
- Cherif M., et Dubreuille S. (2005), *Création de valeur et capital-investissement*, Pearson Education.
- Chevallard L., (1999), "Fusions-Acquisitions : L'explosion !", *Option Finance*, n°542, 6 avril, p 6-10.
- Chicago, IL: University of Chicago Press.
- Christie, A. E. and J. L. Zimmerman, (1994), "Efficient and Opportunistic Choices of Accounting Procedures: Corporate Control Contests", *The Accounting Review*, vol. 69, no. 4, 539-566.
- Chung K.S. et Weston J.F., (1983), "Do mergers make money?", *Mergers and Acquisitions*, Vol. 18, n° 3, pp. 40-48.
- Clark, K. et E. Ofek, (1994), "Mergers as a Means of Restructuring Distressed Firms: An Empirical Investigation", *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, vol 29, 541-564.
- Clubb C. et Stouraitis A., (2002), "The significance of sell-off profitability in explaining the market reaction to divestiture announcements", *Journal of Banking & Finance*, vol. 26, n° 4, p. 671-688.
- Coase R., (1960), The Problem of social Cost, *Journal of Law and Economics*, vol. 3, October, p. 1-44.
- Coase R., (1991), *The Nature of the Firm: influence in Williamson O.E et Winter S. (eds), The Nature of the Firm*, Oxford University Press, p. 61-74.
- Coase R.H., (1937), "The nature of the firm", *Economica (New Series)*, IV(13-16), November, pp. 386-405.
- Colasse B. (1996), *Comptabilité Générale*, Economica, 3ème édition, 7ème édition 2002.

- Combe Emmanuel, (1995), *Alliances entre firmes et course technologique*, Paris : Economica.
- Combe JE. et Labrousse MC., (1997), *Audit Financier et Contrôle de Gestion, fondement et cas pratique*, préface de Pébereau Michel, Publi-union.
- Combs J. G. & Ketchen D.J., (1999), Explaining interfirm cooperation and performance : Toward a reconciliation of predictions from the resource-based view and organizational economics, *Strategic Management Journal*, Vol.20, Iss. 9; 867- 888.
- Commission Européenne, Direction Générale, (2000), "Fusions et acquisitions", *Economie Européenne, Supplément A Analyses économiques*, N°5/6.
- Contractor, F., & Lorange, P., (1988), 'Why should firms cooperate? The strategy and economics basis for cooperative ventures'. In F. Contractor and P. Lorange (eds.). *Cooperative Strategies in Inter- national Business.* , 3-30.
- Copeland T., Koller T. et Murrin J. (1996), "*Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*", 2ème édition, Mc Kinsey & Co, Inc.
- Coriat B. et Weinstein O., (1995), *Les nouvelles théories de l'entreprise*, Le Livre de Poche, Paris.
- Coriat B., (2008), "L'installation de la Finance en France", *Revue de la régulation*, n°3/4, 2^e semestre.
- Cousin J.G., (2005), "*Etude d'événement et diffusion d'informations: stabilité, spécification et puissance*", thèse de doctorat en sciences de gestion, ESA, Lille2.
- Coutinet.N, Sagot.D, (2003), « *Economie des fusions et acquisitions* », Poche, La Découverte.
- Crepon, B., Jacquement, N., (2010), *Econométrie: méthode et applications*. Bruxelles : De Boeck.
- Creswell J.W., (2003), "*Research Design, Qualitative, quantitative, and mixed methods approaches*", second edition, Thousand Oaks, California, Sage Publications, 246 p.
- Cyert R.M. & March J.G., (1963), *A Behavioral Theory of the Firm*, Englewood Cliffs (N.J), Prentice Hall.
- Daley L., Mehrotra. V et Sivakumar R., (1997), "Corporate focus and value creation Evidence from spinoffs", *Journal of Financial Economics*, vol. 45, n° 2, p. 257-281.
- Damodaran A., (2005), "The value of synergy", *Stern School of Business Working Paper*, SSRNid841486.
- Das S. & al., (1998), Impact of strategic alliances on firm valuation, *Academy of Management Journal*, Vol.41, Iss.1, 27-41.
- Das T.K. & Teng B.S., (1996), Risk types and interfirm alliance structures, *Journal of Management Studies*, vol.33, 827-843.
- Das T.K. & Teng B.S., (1999), Managing risks in strategic alliances, *The Academy of Management Executive*, Vol.13, Iss.4, 50-62.

- Das T.K. & Teng B.S., (2000a), A resource-based theory of strategic alliances, *Journal of Management*, Vol.26, Iss.1, 31-61.
- Das T.K. & Teng B.S., (2000b), Instabilities of Strategic alliances: an internal tensions perspective, *Organization Science*, Vol.11, 77-101.
- Datta D.K., (1991), "Organizational Fit and Acquisition Performance: Effects of Post-Acquisition Integration", *Strategic Management Journal*, 12, 4, p.281-297.
- Davidson W.H., (1987), Creating and managing joint Venture in China, *California Management Review*, Vol. XXIX, Iss. 4, 77-94.
- Deeds D. & Hill C.W.L., (1996), Strategic Alliances and the rate of new product development: An empirical study of entrepreneurial biotechnology firms, *Journal of Business Venturing*, Vol.11, 41-55.
- Delapierre M., (1991), Les accords interentreprises, partage ou partenariat ? Les stratégies des groupes européens de traitement de l'information, *Revue d'Economie Industrielle*, n°55, 118-134.
- DeLong G. (2003), "The Announcement Effects of US Versus Non-US Bank Mergers : Do they Differ ? ", *The Journal of Financial Research*, Vol. 26, n°4, p. 487-500.
- Deng S. et Elyasiani E., (2008), Geographic diversification and BHC return and risk performance. *Journal of Money, Credit and Banking* 40, 1217–1238.
- Denglos G., (2003), *La création de valeur : Modèles, mesure, diagnostic*. Dunod.
- Denglos G., (2005), "Le modèle de création de valeur 'EVA-MVA' : Présentation, ajustements et reformulation", *Revue des Sciences de Gestion, Direction et Gestion* n°213, Stratégie, vol.40, n°213, p 43-60.
- Derhy A., (1995), "Les fusions et acquisitions en France de 1959 à 1992 : évolution et caractéristiques", *Revue d'Economie Industrielle*, n° 73, pp. 21-43.
- Derhy A., (1997), "Fusions-acquisitions : la logique sectorielle", *Revue Française de Gestion*, n° 12, Jan-Fév, pp. 39-51.
- Desreumaux A. & Hafsi T., (2005), Les théories institutionnelles des organisations : une perspective internationale, *Revue Management International*, Vol.10, Iss.3.
- Desreumaux A., 1996, "Nouvelles formes d'organisation et évolution de l'entreprise", *Revue Française de Gestion*, n° 107, Janv-Fev, pp. 86-108.
- Dess G.G., Robinson R.B., (1984), "Measuring Organizational Performance in the Absence of Objective Measures : The Case of the Privately-held Firm and Conglomerate Business Unit", *Strategic Management Journal*, n° 5, p. 265-273.
- Devlin G. & Bleackley M., (1988), Strategic alliances--Guidelines for success, *Long Range Planning*, Vol.21, Iss.5, 18-23.
- Dherment-Ferere, I., Bidan, M., (2007), *Les pôles de compétitivité comme structures intelligentes ?*. Rencontres intelligence économique, 5ème édition, « Intelligence économique, pôles de compétitivité...ici et ailleurs », Sophia-Antipolis Nice.

- Doukas J. et Travlos N.G., (1988), "The Effect of Corporate Multinationalism on Shareholders' Wealth: Evidence from International Acquisitions", *The Journal of Finance*, 43, p.161-175.
- Dowling M.G. & McGee J.E., (1994), Business and Technology Strategies and New Venture Performance: A study of the telecommunications equipment Industry, *Management Science*, Vol. 17, Iss.12, 1663-1677.
- Doz Y. & Gary H., (2000), *L'Avantage des alliances : Logique de création de valeur*, Dunod, Paris (L'édition originale a été publiée aux États-unis par Harvard).
- Doz Y., (1996), The evolution of co-operation in strategic alliances: initial conditions or learning processes, *Strategic Management Journal*, Vol. 17, 55–83.
- Doz.Y, G Hamel, (2000), *L'avantage des alliances*, Dunad, Paris.
- Dumontier P. et Martinez I., (2001), "Les études d'événements en comptabilité financière", in "Faire de la recherche en comptabilité financière", coordonné par Dumontier P. et Teller R., Vuibert, FNEGE.
- Dumontier P. et Teller R., (2001), "Faire de la recherche en comptabilité financière", Vuibert, FNEGE.
- Dumontier P., (1999), "Information comptable et création de valeur : le cours de bourse ne suffit pas", *Revue Française de Gestion*, N°122, pp. 99-105.
- Dumontier, P. et M. Humbert, (1996), "Les acquisitions d'entreprises: étude des déterminants de l'enrichissement des actionnaires des entreprises acquéreuses", Communication, *Journées internationales de finance de l'AFFI*.
- Dumoulin R. & Uhlig Th., (2000), Management, contrôle et performance des réseaux d'entreprises : étude empirique de 55 réseaux d'alliances, *Finance Contrôle stratégie*, Vol.3, n° 2, 81-112.
- Dupuy Y. (1995), « L'approche par les flux comme pédagogie de la modélisation comptable », *Mélanges en l'honneur du Professeur Claude Pérochon*, Foucher.
- Durand R. & Coeurderoy R., (2001), La cohérence des choix stratégiques : l'impact des décisions d'entrée et des stratégies génériques sur la performance organisationnelles des firmes, *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 4, n° 3.
- Durand R. & Gomez P.Y, (2001), *Transactions, ressources et croissance de la firme*, in "La théorie des coûts de transaction", Chapitre 7, Librairie Vuibert, Paris.
- Dussauge P. & Garrette B., (1996), Les alliances, une illustration de la théorie des coûts de transaction, *L'Expansion Management Review*, juin.
- Dussauge P., Garrette B. & Mitchell W., (2004), Asymmetric Performance: The market share impact of scale and link alliances in the global auto industry, *Strategic Management Journal*, Vol.25, 701-711.
- Dussauge P., Garrette B. & Ramanantsoa B., (1988), Stratégies relationnelles et stratégies d'alliances technologiques, *Revue Française de Gestion*, Mars-Avril-Mai, 7-19.

Dyckman T, (1984), A comparison of event study methodologies, Using daily stock returns : A simulation approach, *Journal of accounting research*.

Dyer J.H. & Koza M.P., (2000), Asymmetric information and joint venture performance: theory and evidence for domestic and international joint ventures, *Strategic Management Journal*, Vol.21, Iss.1, 81-88

Dyer J.H. & Nobeoka K., (2000), Creating and managing a high-performance knowledge-sharing network: the Toyota case, *Strategic Management Journal*, Vol.21, Iss.3.

Eckbo R.E., (1992), "Mergers and the Value of Antitrust Deterrence", *Journal of Finance*, 47, p. 1005-1029.

Eckno B.E., (1989), "The role of stock market studies in formulating antitrust policy toward horizontal mergers : comment", *Working Paper*.

Edvinson L., M. Malone, (2006), *Le capital immatériel de l'entreprise*, maxima paris 1999 Enjeux, février 2006, p. 18 à 22.

Eisenhardt K.M. & Schoonhoven C.B., (1996), Resource-based view of strategic alliance formation: strategic and social effects in entrepreneurial firms, *Organization Science*, Vol.7, Iss. 2, 136–150.

Ellert J., (1976), "Mergers, antitrust law enforcement and stockholders returns", *Journal of Finance*, Vol. 31, n° 2, pp. 715-732.

Ernst D. & Halevy T., (2001), Quand opter pour une alliance, *L'Expansion Management Review*, Mars 2001, 27-32.

Faems, D., Visser, M. d., Andries, P., & Looy, B. V., (2010), Technology Alliance Portfolios and Financial Performance: Value-Enhancing and Cost-Increasing Effects of Open Innovation. *Product Development & Management Association*, 27, 785–796.

Fama E.F., (1970), "Efficient capital markets: a review of theory and empirical works", *Journal of Finance*, N°25, pp. 383-417.

Fama E.F., (1980), "Agency Problems and the Theory of the Firm ", *Journal of Political Economy*, 88, n02, April, p. 288-307.

Fama E.F., (1998), "Market efficiency, long term returns and behavioral finance", *Journal of Financial Economics*, N°49, pp. 283-306.

Fama E.F., Fisher L., Jensen M. et Roll R., (1969), "The adjustment of stock prices to new information", Février, *International Economic Review*, Vol. 10, N°1, pp. 1-21.

Fama E.F. et Jensen M.C., (1985), "Organizational Forms and Investment Decisions", *Journal of Financial Economics*, 14, p. 101-119.

Feltham G.A., Ohlson J.A., (1995), "Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities", *Contemporary Accounting Research*, vol. 11, n° 2, Spring.

Fernandez, P., (2002), *Valuation methods and Shareholder value creation*. California : Academic Press.

- Fernandez, P., (2006), A new formula for value creation. In *Financial times*.
- Ferris S.P., Kumar R., Sant R., et Sopariwala P.R., (1998), An agency analysis of the effect of long-term performance plan on managerial decision making, *Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 38, n° 1, p. 73-91.
- Fitzroy F. et Kraft K., (1987), Cooperation, productivity and profit sharing, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 102, p. 23-35.
- Fitzroy F. et Kraft K., (2005), Co-determination and Productivity, *British Journal of Industrial Relations*, vol. 43, n° 2, p. 233-247.
- Foucart T., (2006), "Colinéarité et régression linéaire", *Mathématiques et sciences humaines*, N° 173 Printemps.
- Francoeur C., (2003), "L'impact des fusions et acquisitions transfrontalières sur la richesse des actionnaires au Canada", thèse de doctorat en administration, Ecole des sciences de la gestion, Montréal.
- Franks J., Harris R et Titman Sh., (1991), "The Postmerger Share-price Performance of Acquiring Firms", *Journal of Financial Economics*, 29, p. 81-96.
- Fuller, K., J. Netter et M. Stegemoller, (2002), "What Do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence From Firms That Make Many Acquisitions", *Journal of Finance*, 57, N° 4, pp. 1763- 1793.
- Fustec. A, Marois B., (2006), *Valoriser le capital immatériel*.
- Galbraith C.S. et Stilles C., (1984), "Mergers strategies as a reponse to bilateral market power", *Academy of Management Journal*, Vol. 27, n° 3, pp. 511-524.
- Garette B. et Dussauge P.,(2000), "Alliances versus acquisitions: choosing the right option", Février, *European Management Journal*, Vol. 18, N°1, pp. 63-69.
- Garrette B. & Dussauge P., (1997), Anticiper les conséquences des alliances stratégiques, *Revue Française de Gestion*, n°114.
- Garrette B., (1997), Alliances et partenariats vingt ans après, *Revue Française de Gestion*, n°114.
- Garrette B., (1998), Les européens se trompent d'alliances, *L'Expansion Management Review*, n°88.
- Garvey G.T. et Swan P.L., 1994, *The Economics of Corporate Governance, Beyond the*
- Gates. S et Very P., (2003), "Measuring Performance During F&A Integration", *Long Range Planning*, 36, 2, p.167-185.
- Gauzente C., (2000), Mesurer la performance des entreprises en l'absence d'indicateurs objectifs : quelle validité ? Analyse de la pertinence de certains indicateurs, *Finance Contrôle Stratégie*, Vol.3, n°2, p.145-165.
- Gavard-Perret, Gotteland, et al, (2008), *Méthodologie de la recherche – réussir son mémoire ou sa thèse en science de gestion*, Paris.

- Gensse P., (1995), « L'invention comptable de la réalité : entre la règle et le mythe », *Mélanges en l'honneur du Professeur Claude Pérochon*, Foucher.
- George, G., Zahra, S. A., Wheatley, K. K., & Khan, R., (2001), The effects of alliance portfolio characteristics and absorptive capacity on performance: A study of biotechnology firms. *Journal of High Technology Management Research*, Vol.12, Iss.2, 205-226.
- Geringer J.M. & Herbert L., (1991), Measuring Performance of International Joint Ventures, *Journal of International Business Studies*, Vol.22, Iss.2, 249-263.
- Gervais M., (1995), *Stratégie de l'Entreprise*, Ed., Economica, Paris.
- Ghosh A. et C.-W.J. Lee, (2000), "Abnormal Returns and Expected Managerial Performance of Target Firms", *Financial Management* 29 (1), 40-52.
- Gilbert P. et Charpentier M., (2004), "Comment évaluer la performance RH ? Question universelle, réponses contingentes", *Cahier de recherche GREGOR* 2004/05.
- Gille, L., (2006), *Aux sources de la valeur, des biens et des liens*. Paris: L'harmattan.
- Gillet, R., Levasseur, M., (2000), Finance et comptabilité. In *Encyclopédie de comptabilité, contrôle de gestion et audit*,(Colasse, B., ed). Paris: Economica, 701-717.
- Glaister K.W. & Buckley, P.J, (1999), Performance relationships in UK international alliances, *Management International Review*, Vol.39, Iss.2, 123-147.
- Gomez P-Y, (2003), Jalons pour une histoire des théories du gouvernement des entreprises, *Finance, Contrôle, Stratégie*, vol. 6, no 4, décembre 2003, p. 183-208.
- Gonenc R., (1993), De la finance pour l'industrie à l'industrie pour la finance ?, *Revue d'Économie Financière*, no 27, p. 381-398.
- Grant R.M., (1991), "The ressource-based theory of competitive advantage", *California Management Review*, 33 (3), pp. 114-135.
- Grar A., (1997), "*Etudes d'événement*", in Y. Simon et P. Joffre (éds), *Encyclopédie des marchés financiers*, Economica, pp. 462-484.
- Gregory A., (1997), "An Examination of the Long Run Performance of UK Acquiring Firms", *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 24, n° 7, p. 971-3.
- Greene, W., (2011), *Econometric Analysis*. 7ème édition ed. Harlow: Pearson Education.
- Griffin J.J. et Mahon J.F., (1997), The Corporate social performance and corporate financial performance debate, *Business and Society*, vol. 36, n° 1.
- Grunow D., (1995), The Research Design in Organization Studies, *Organization Science*, vol. 6, no 1, p. 93-103.
- Guillouzo, R., & Thenet, G., (2007), Management du portefeuille d'alliances et performance innovatrice de la firme: une étude exploratoire à partir du cas de l'industrie informatique. *La Revue des Sciences de Gestion*, Direction et Gestion n° 224-225, Stratégie, 131-141.

- Gulati R. & Singh H., (1998), The architecture of cooperation: Managing coordination costs and appropriation concerns in strategic alliances, *Administrative Science Quarterly*, Vol.43, 781-814.
- Gulati R., (1999), Network location and learning: the influence of network resources and firm capabilities on alliance formation, *Strategic Management Journal* , Vol. 20, Iss.5, 397-420.
- Gulati R., Khanna T. & Nohria N., (1994), Il n'y a pas d'alliance réussie sans engagement ! », *Harvard-L'Expansion*, 6-16.
- Gulati, R., (2007), *Managing network resources: Alliances, affiliations, and other relational assets*. New York: Oxford University Press.
- Gulati, R., & Gargiulo, M., (1999), Where do interorganizational networks come from? *American Journal of Sociology* , 104, 177–231.
- Halpern P., (1983), "Corporate Acquisitions: A Theory of Special Cases? A Review of Event Studies Applied to Acquisitions", *The Journal of Finance*, Vol. XXXVIII, n02, May, p. 297-317.
- Hamel G., Doz Y. L. & Prahalad C. K., (1989), Collaborate with your competitors and win, *Harvard Business Review*, Vol.67, Iss.1, 133-139.
- Hamel G., et Prahalad C.K., (1989), Strategy intent, *Harvard Business Review*, May- June, p 63-76.
- Hamel G., et Prahalad C.K., (1995), *La conquête du futur*, Inter-Éditions, Paris.
- Hanson R.C. et Song M. H., (2003), "Long-Term Performance of Divesting Firms and the Effect of Managerial Ownership", *Journal of Economics & Finance*, vol.27, n° 3, p. 321-336.
- Harrigan K.R., (1988b), *Strategic alliances and partner asymmetries*, in F.J. Contractor et P.Lorange (Eds).
- Harrison J.S., Hitt M.A., Hoskisson R.E. et Ireland R.D., (1991), "Synergies and Post-Acquisition Performance: Differences Versus Similarities in Resources Allocations", *Journal of Management*, vol. 17, n°1, p. 173-190.
- Hart O., (1995), *Firms, Contracts and Financial Structure*, Oxford University Press, New York.
- Haspeslagh P.C. et Jemison D.B., (1991), *Managing Acquisitions Creating Value Through Corporate Renewal*", Now York, Free Press.
- Hatchuel A., David A. et Laufer R., (2002), *Les nouvelles fondations des sciences de gestion. Éléments d'épistémologie de la recherche en management*, Éd. Vuibert, p. 216.
- Heem G., (2007), La communication sur les indicateurs de performance non définis en IFRS, *Revue Française de Comptabilité*, Octobre 2007, n°407, pp.25-28.
- Henderson R. & Mitchell W., (1997), The interactions of organizational and competitive influences on strategy and performance, *Strategic Management Journal*, Vol.18, Iss.51, 5-14.

- Hennart J.F. & Reddy, S., (1997), The choice between mergers/acquisitions and joint ventures: The case of Japanese investors in the United States, *Strategic Management Journal*, Vol., Iss.1, 1-12.
- Hennart J.F., (1988), A transaction costs theory of equity joint-ventures, *Strategic Management Journal*, Vol.9, Iss.4, 361-375.
- Hill C.W.L. et Jones T.M., (1992), « Stakeholder-agency theory », *Journal of Management Studies*, vol. 29, n°2, pp. 131-154.
- Hirogoyen. G, (1997), « Le lien stratégie-finance, approche par la création de valeur », *Encyclopédie de Gestion*, Dirigée par Y-SIMON et P.JOFFRE, tome 3, Economica, mai 1997.
- Hirshleifer D. et Suh Y., (1992), Risk managerial effort and project choice, *Journal of Financial Intermediation*, vol. 2 (3), p. 304-327, Elsevier.
- Hitt M.A, Hoskisson R.E., Ireland RD. et Harrison J.S., (1991), "Effects of Acquisitions on R&D Inputs and Outputs", *Academy of Management Journal*. vol. 34, p.693-706.
- Hitt M.A, Hoskisson R.E., Johnson RA. et Moesel D.D., (1996), "The Market for Corporate Control and Firm Innovation", *Academy of Management Journal*, vol. 39, n°5, p. 1084- 1119.
- Hlady R.M., (2002), *La méthode des cas : application à la recherche en gestion*, Bruxelles, De Boeck.
- Hoarau C. et Teller R., (2001), "*Création de valeur et management de l'entreprise*", Vuibert, Paris.
- Hoffmann W. H. & Schaper-Rinkel W., (2001), Acquire or ally? A strategy framework for deciding between acquisition and collaboration, *Management International Review*, Vol.41, Iss.2, 131–159.
- Hoffmann W.H. & Schlosser R, (2001), Success Factors of Strategic Alliances in Small and Medium-sized Enterprises-An Empirical Survey, *Long Range Planning*, Vol.34, Iss.3, 357-381
- Hoffmann, W. H., (2005), How to manage a portfolio of alliances, *Long Range Planning*, 38, 121-143.
- Hoffmann, W. H., (2007), Strategies for managing a portfolio of alliances. *Strategic Management Journal*, 28 (8), 827-856.
- Hougron.T, (2003), *Le pilotage de la valeur*, Dunod, Paris.
- Hubler J. & Meschi P-X ., (2000), Alliances, acquisitions et valorisation boursière, *Revue Français de Gestion*, Novembre-Décembre.
- Husson B., (1988), « Les prises de contrôle sur le marché français enrichissent-elles les actionnaires ? », *Revue Finance*, vol.9, n°2, pp.35-56.
- Ingham M., (1991), La perception du succès des alliances stratégiques, *Revue Internationale PME*, Vol. 4, Iss.2, 43-84.

- Inkpen.A, 1998, Learning, Knowledge Acquisition, and Strategic Alliances, *European Management Journal* Vol. 16, No. 2, pp. 223–229.
- Ireland R.D. & al., (2002), Alliance Management as a Source of Competitive Advantage, *Journal of Management*, Vol.28, Iss.3, 413-446.
- Jacquemin A., (1988), Cooperatives agreements in R & D and European antitrust policy, *European Economic Review*, Vol.32, Iss. (2-3), 551-560.
- Jacquot T et Koehl J, (1998), *Les stratégies de coopération : aspects idéologiques et conséquences sur la valeur actionnariale*, GREFIGE– Université Nancy 2
- James B.G., (1985), Alliance: The new strategic focus, *Long Range Planning*, Vol.18, Iss.3.
- Jennings R.H., Mazzeo M.A., (1991), "Stock Price Movements around Acquisition Announcements" and management response, *Journal of management business*, vol 64, n°2, p.139-163.
- Jensen M.C. et Meckling W.H., (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Octobre, vol. 8, p. 305-360.
- Jensen M.C., (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, vol. 76, n°2, may, p. 323-329.
- Jensen M.C., (1992), "Market for Corporate Control", in *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, vol. 11-13, p. 657-666.
- Joffre P. & Koenig G., (1984), *Stratégies de coopération et d'alliance interentreprises*, Enseignement et Gestion Nouvelle, série automne 1984.
- Joffre P., (1999), *L'économie des coûts de transaction ou le marché de l'entreprise à la fin du XXe siècle. De Nouvelles Théories Pour Gérer l'Entreprise du XXIe siècle*, éd. G. Koenig, Éd. Economica.
- John Teresa A., (1993), "Accounting Measures of Corporate Liquidity, Leverage and Costs of Financial distress", *Financial Management*, Vol22. n°3, autumn, pp. 91-100.
- Johnson.G, K.Scholes, R.Whittington ; F. Frery, (2005), *Stratégique* Ed. Pearson Education.
- Jokung-Nguéna.O ; *Introduction au management de la valeur*, Dunod Paris 2001.
- Jolly D., (2001), *Alliances interentreprises : entre concurrence et coopération*, Librairie Vuibert, Paris.
- Jouineau. C, (1973), *Analyse de la valeur et ses nouvelles applications industrielles*, Ed Paris.
- Kale P., Dyer J. & Singh H., (2001), Value creation and success in strategic alliances : alliancing skills and the role of alliance structure and systems, *European Management Journal*, Vol.19, Iss.5, 463-471
- Kale, P., Dyer, J. H., & Singh, H.,(2002), Alliance capability, stock market response, and long-term alliance success: The role of the alliance function. *Strategic Management Journal*, 23 (3), 317-343.

Kaplan R. & Norton D., (été 1992), L'évaluation globale des performances, outil de motivation, *Harvard Expansion*, 7-15.

Karen F.L. et Schmidt D.R., (1988), "Tender Offers, Acquisitions, And Subsequent Performance In Manufacturing Firms", *Academy of Management Journal*, vol. 31, n°4, p. 962- 974.

Khanna T., Gulati R. & Nohria N., (1998), The dynamic of learning alliances: Competition, cooperation, and relative scope, *Strategic Management Journal*, Vol.19, 193-210.

Kim E. H. et V. Singal, (1993), "Mergers and Market Power: Evidence from the Airline Industry", *American Economic Review*, 83, p. 549-569.

Kœnig G., (1999), *De nouvelles théories pour gérer l'Entreprise du XXIè siècle*, ouvrage collectif coordonné par Gérard Kœnig, Ed. Economica, Paris.

Kogut B., (2000), The network as knowledge: generative rules and the emergence of structure, *Strategic Management Journal*, Vol. 21, Iss. 3, 405-425.

Kogut, B., (1988), Joint ventures: Theoretical and empirical perspectives. *Strategic Management Journal*, 9, 319-332.

Kogut, B., (1991), Joint ventures and the option to expand and acquire. *Management Science*, 37 (1), 19–33.

Koh H. & Venkatraman N., (1989), Joint Venture formation and stock market reactions: An assessment in the information technology sector, *Academy of Management Journal*, Vol.34, Iss. 4, 869-892.

Kothari S.P et Warner J.B., (1997), Measuring Long-Horizon Security Price performance, *Journal of financial economics*, 43, 301 – 339.

Landry M., (1995), A note on the concept of problems, *Organisation Studies*, 16(2), p. 315-343.

Lang L. et Stulz R., (1994), Corporate Diversification and Firm Performance, *Journal of Political Economy*, vol. 102, p. 142-174.

Larsson R., 1993, "Case Survey Methodology : Quantitative Analysis of Patterns Across Case Studies", *Academy of Management Journal*, 36, 6, p.1515-1546.

Lavie, D., (2007), Alliance portfolios and firm performance: A study of value creation and appropriation in the U.S. software industry. *Strategic Management Journal*, 28 (12), 1187-1212.

Lavie, D., & Miller, S. R., (2008), Alliance portfolio internationalization and firm performance. *Organization Science* , 19 (4), 623-646.

Lavie.D., (2006), The competitive advantage of interconnected firms: an extension of the resource-based view. *academy of management review* , vol. 31, no. 3, 638–658.

- Le Moigne J.L., (1990), *Épistémologie constructiviste et sciences de l'organisation*. In : AC Martinet, Ed. *Épistémologie et sciences de gestion*, Économica, Paris.
- Lebraty J. et Teller R., (1994), *Diagnostic global d'entreprise, aspects comptables et financiers*, Editions Liaison.
- Leclère D., (1993), Les stratégies d'alliances entre firmes, *Gestion* 2000, n° 5.
- Lei D., (1997), Offensive and defensive uses alliances, *Long Range Planning*, Vol.26, Iss.4, 32-41.
- Lepak, Smith, Taylor, (2007), value creation and value capture: a multilevel perspective. *Academy of Management Review*, Vol. 32, No. 1, 180–194.
- Likert R., (1958), Measuring organizational performance, *Harvard Business Review*, Vol. 36, Iss.2, 41-50.
- Lorange P., Roos J. & Bronn P.S., (1992), Building successful strategic alliances, *Long Range Planning*, Vol.25, Iss. 6, 10–17.
- Lorenz E., (1996), Confiance, contrats et coopération économique, *Sociologie du Travail*, n° 4.
- Lorenzoni G. & Lipparini A., (1999), The leveraging of interfirm relationships as a distinctive organizational capability: a longitudinal study, *Strategic Management Journal*, Vol.20, n° 4.
- Lorino Ph., (2000), *Méthodes et pratiques de la performance*, Editions d'organisation, Paris.
- Loughran T. et Vijh A.M., (1997), "Do Long-Term Shareholders Benefit from Corporate Acquisitions 7", *The Journal of Finance*, December, vol. LII, n05, p. 17651790.
- Lounsbury M. & Mary A.G., (2001), Cultural entrepreneurship: stories, legitimacy, and the acquisition of resources, *Strategic Management Journal*, Vol. 22, Iss.6-7, 545-564
- Lubatkin M. et Chatterjee S., (1991), "The strategy-shareholder value relationship: testing temporal stability across market cycles", *Strategic Management Journal*, May 1991; 12, 4.
- Lundan S. & Hagedoorn J., (2001), Alliances, Acquisitions and Multinational Advantage, *International Journal of the Economics of Business*, Vol.8, Iss. 2, 229-242.
- Luo Y. & Park S.H., (2001), Strategic alignment and performance of market-seeking MNCs in China, *Strategic Management Journal*, Vol.22, Iss.2, 141-155.
- Lyles, M.A. & Salk, J.E., (1997), Knowledge acquisition from foreign parents in international joint ventures: An empirical examination in the hangarian context, *European perspective*, Vol.2, 325-355.
- Lyon, John, Brad Barber and Chih Tsai, (1999), "Improved Methods for Tests of Long-Run Abnormal Stock returns," *54 Journal of Finance*, 165-201.
- McConnell.J.J and Nantell.T.J, Corporate Combinations and Common Stock Returns: The Case of Joint Ventures, *The journal of finance* • vol. xl. no. 2 . june 1986.
- MacKinlay, Craig., (1997), "Event Studies in Economics and Finance," *35 Journal of Economic Literature* 13-39.

- Madhok A. & Tallman S.B., (1998), Resources, transactions and rents: managing value through interfirm collaborative relationships, *Organization Science*, Vol. 9, Iss.3, 1–14.
- Madhok A., (2002), Reassessing the fundamentals and beyond: Ronald Coase, the transaction cost and resource-based theories of the firm and the institutional structure of production, *Strategic Management Journal*, Vol.23, Iss. 6, 535-550.
- Manne H.G., (1965), "Mergers and the market for corporate control", *The Journal of Political Economy*, Vol. 73, n° 3, Juin, pp. 110-120.
- Marino, L., Strandholm, K., Steensma, H. K., & Weaver, K. M., (2002), The moderating effect of national culture on the relationship between entrepreneurial orientation and strategic alliance portfolio extensiveness. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 26, 145-160.
- Markides C. et Oyon D., (1998), "International acquisitions: do they create value for shareholders", Avril, *European Management Journal*, Vol. 16, N°2, pp. 125-135.
- Marmuse C., (1997), *Performance*, Encyclopédie de Gestion, 2194-2208.
- Marois B. et Bompont P., (2004), *Gouvernement d'entreprise et communication financière*, Économica, Paris.
- Martinet A.C. et Thiétart R.A., (2001), "*Stratégies : actualité et futurs de la recherche*", Ed. Vuibert, FNEGE.
- Martinet A.Ch., (1988), *Diagnostic stratégique*, Librairie Vuibert, Paris.
- Martinez, I.,(2004), Le contenu informatif des chiffres comptables: vers de nouvelles améliorations méthodologiques? *Comptabilité Contrôle Audit* 10 (2): 9-30.
- Mary Jo. H., (2000), *Théories des Organisations*, De Boeck Université, Bruxelles.
- McWilliams A. et Siegel D., (1997), "Event studies in management research: theoretical and empirical issues", *Academy of Management Journal*, vol. 40, n° 3, p. 626-657.
- Medcof J.W., (1997), Why Too Many Alliances End in Divorce, *Long Range Planning*, Vol.30, Iss.5, 718-732.
- Meier O. et Schier G., (2003), "*Fusions-acquisitions : Stratégie, Finance, Management*", Paris, Dunod.
- Meier.O, Schier.G, (2005), « *La réalité des entreprises multinationales : enjeux, caractéristiques et modes d'organisation* », Dunod.
- Merchant H. & Schendel D., (2000), How do international joint ventures create shareholder value? *Strategic Management Journal*, Vol.21, Iss.7, 723-737.
- Meschi P-X. & Cheng L.T.W., (2007), Do Sino-foreign joint ventures create shareholder value for Chinese partners? *International Journal of Business*, Vol. 12, Iss.3.
- Meschi P-X., (2006), Réseaux interorganisationnels et survie des alliances, *Revue Française de Gestion*, Vol.32, Iss. 164, 33–53.

- Meschi, P. X., (2010), Gérer un portefeuille d'alliances de Connaissances. *Le Management dans l'économie de la Connaissance*.
- Miller D. & Shamsie J. (1996), The resource-based view of the firm in two environments: The Hollywood film studios from 1936 to 1965, *Academy of Management Journal*, Vol.39, 519-543.
- Mintzberg H. & al., (1996), Some surprising things about collaboration: Knowing how people connect makes it work better, *Organization Dynamics*, summer, 60-71.
- Mintzberg H., (1983), *Power in and around Organizations* (Prentice Hall, Inc., Englewood Cliffs, N.J).
- Mintzberg H., (1994), "The fall and rise of strategic planning", *Harvard Business Review*, vol.72, n°1, p107-114.
- Mitchell, M., T. Pulvino et E. Stafford, (2004), "Price Pressure around Mergers", *Journal of Finance*, 59, N° 1, pp. 31-63.
- Modigliani, F. et Miller, D. (1963), "Corporate income, taxes and the cost of capital", *American Economic Review*, Vol., p. 433-443.
- Moeller, S., Schlingeman, F. et Stulz, R., (2004), "Firm size and the gains from acquisitions". *Journal of Financial Economics*, 73:201_228.
- Monin PH., (2002), Vers une théorie évolutionniste réaliste des alliances stratégiques, *Revue Française de Gestion*, n°139.
- Moon H.S, et Walkling.R.A, (2000), Abnormal returns to rivals of acquisition targets: A test of the &acquisition probability hypothesis', *Journal of Financial Economics*, vol 55, p. 143-171.
- Morellec, E. et A. Zhdanov, (2005), "The Dynamics of Mergers and Acquisitions", *Journal of Financial Economics*, N° 77, pp 649- 672.
- Morin E.M., Savoie A. et Beaudin G., (1994), "*L'efficacité de l'organisation - Théories, représentations et mesures*", Montréal, Gaëtan Morin Éditeur.
- Morck R, Shleifer A. et Vishny R, (1990), "Do managerial Objectives Drive bad Acquisitions 7", *Journal of Finance*, vol. 45, Issue 1, p. 31-48.
- Mouchot C., (1994), *Les théories de la valeur*, Economica, Paris.
- Mouline A. & al., (1996), *Les alliances stratégiques dans les technologies de l'information* , Ed. Economica, Paris.
- Mucchielli J-L., (1991), Alliances stratégiques et firmes multinationales : une nouvelle théorie pour de nouvelles formes de multinationalisation, *Revue d'Economie Industrielle*, n°55.
- Nalleau G. & Vasseur J., (1998), "Deux modèles d'alliance gagnants", *L'Expansion Management Review*, n°88.
- Napier N.K., (1989), " Mergers and acquisitions, human resource issues and outcomes: a review and suggested typology", *Journal of Management Studies*, vol. 26, n° 3, p. 271-89.

- Neill J.D., Pfeiffer G.M. & Young-Ybarra C.E., (2001), Technology R&D alliances and firm value, *The Journal of High Technology Management Research*, Vol.12, Iss. 2, 227-237.
- Nelson R., et Winter S., (1982), An Evolutionary theory of economic change, *Production Sets and Organizational Capabilities*, Belknap/Harvard, p59-65.
- Neveu D., (2000), La création de valeur : une méthode infaillible ? *Problèmes Economiques*, n°2658, 29 mars.
- Ngobo P.V. & Stephany E., (2001), Les différences de performances financières entre les entreprises : résultats du marché français, *Finance Contrôle Stratégie*, Vol.4, n° 1, 89-121.
- Noël A. & Zhang J., (1992), *Alliances stratégiques et stratégie d'alliance*, Cahiers de recherche 92-15, HEC- Montréal.
- Obstfeld, D., (2005), Social networks, the tertius iungens orientation, and involvement in innovation. *Administrative Science Quarterly* , 50, 100–130.
- OCDE, (2001), Le nouveau visage de la mondialisation industrielle : fusions-acquisitions et alliances stratégiques transnationales, *Paris*.
- Ohmae K., (1990), Pourquoi les alliances échouent-elles ?, *Harvard-l'Expansion*, Printemps, 25-44.
- Olson M., (1965), The Logic of collective action, *Harvard University Press*, Cambridge, M.A.
- Osborne J.D., Stubbart C.I. et Ramaprasad A., (2001), "Strategic groups and competitive enactment : a study of dynamic relationships between mental models and performance", *Strategic Management Journal*, 22 : 5, 435-454.
- Ouédraogo A., (2003), *Alliances stratégiques dans les pays en développement, spécificité, management, et conduite de performance : Une étude d'entreprise camerounaise et burkinabé*, Thèse de doctorat, Université de Montréal.
- Pablo A.L., (1994), "Determinants of Acquisition Integration Level : A Decision-Making Perspective", *Academy of Management Journal*, 37, 4, p.803-838.
- Pancher P., (1991), *Mesure de la performance financière de l'entreprise*, Presses universitaires de Grenoble.
- Paquerot M., (1997), *Stratégie d'enracinement des dirigeants, Performance de la firme et structure de contrôle*, in *Le Gouvernement des entreprises* (éd G. Charreaux), Éd. Economica, p. 105-138.
- Parise, S., & Casher, A., (2003), Alliance portfolios: Designing and managing your network of business-partner relationships. *Academy of Management Executive*, 17 (4), 25-39.
- Park N.K. & Dong-Sung Cho, (1997), The effect of strategic alliance on performance; A study of international airline industry, *Journal of Air Transport Management*, Vol.3, Iss. 3, 155-164.
- Park S.H., Russo M.V., (1996), "When competition eclipses cooperation: an event history analysis of joint venture failure". *Management Science*, vol 42, n° 6, p. 875 – 890.

- Park S.H., (1997), complementarity and economic motivation on joint venture dissolution". *The Academy of Management Journal*, vol 40, N° 2, p. 279 –307.
- Park S.H., Ungson G.R., (2001), "Interfirm rivalry and managerial complexity: a conceptual framework of alliance failure", *Organization Science*, vol 12, n° 1, p. 37-53.
- Park. C., (2003), "Prior Performance Characteristics Of Related And Unrelated Acquirers", *Strategic Management Journal*, 24, p. 471-480.
- Parkhe A., (1993), Strategic Alliance Structuring : A game theoretic and transaction cost examination of interfirm cooperation", *Academy of Management Journal*, Vol.36, Iss.4, 794-829.
- Parrat F., (1999), *Le Gouvernement d'Entreprise: Ce qui a déjà changé, ce qui va encore évoluer*, Éd. Maxima.
- Paturel R., (1997), "Les manœuvres stratégiques génériques des entreprises", *Economies et Sociétés, Sciences de Gestion, Série S.G.*, n° 7-8, pp. 93-118.
- Paturel R., (1990), "*Stratégie de croissance externe*", *Encyclopédie du Management*, Tome 1 Vuibert, pp. 407-418.
- Paturel R., (1981), "Délimitation des concepts de croissance interne et de croissance externe", *Revue Economie et Sociétés*, n° 2, pp. 1393-1420.
- Paturel R. et Debrouch B., (1987), "Les implications du risque sur la stratégie de croissance de l'entreprise", *Les Petites Affiches*, n° 108, pp. 16-23.
- Paturel R., (1979), "Importance comparée des stratégies de croissance externe et de croissance interne dans la croissance des grandes sociétés françaises (1966-1973)", *Revue d'Economie Industrielle*, n° 9, pp. 3-48.
- Paturel R., (2011) Pour une refonte du paradigme de la création de valeur, *Business Management Review*, Vol.1(2), Avril-Mai-Juin, pp.14-23.
- Pearce J. R., (1997), "Toward understanding joint venture performance and survival: A bargaining and influence approach to transaction cost theory". *The Management Academy Review*, vol 22, N° 1, p. 203-225.
- Pennings J., Barkema H., Douma S., (1994), Organizational learning and diversification". *The Academy of Management Journal*, vol 37, p.608-640.
- Perdreau F., (1998), "Désengagements et recentrage en France: 1986-1992 ", *Finance, Contrôle et Stratégie*, vol. 1, n°2, p. 137-165.
- Perret V. et Séville M., (2007), « *fondement épistémologique de la recherche* ». In *Méthodes de recherche en management*, Thiétard. Ed.nDunod, pp.13-33.
- Pesqueux Y., (1990), « La comptabilité et les problèmes méthodologiques de sa prétention à être une science », in *Economies et Sociétés, Série Sciences de Gestion*, n°16, novembre.
- Peteraf A.M., (1993), The cornerstones of competitive advantage: a resource based view, *Strategic Management Journal*, Vol.14, Iss. 3, 179-191.

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

Pfeffer, J., & Nowak, P., (1976), Joint venture and interorganizational interdependence. *Administrative Science Quarterly*, 21 (3), 398–418.

Pfeffer, J., & Salancik, G. R., (1978), *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. New York: Harper & Row.

Picard P., (1999), *Les effets de l'alliance sur la performance des alliés*, thèse de doctorat en Sciences de gestion soutenue à l'Université de la Réunion.

Pilverdier-Latrete J., (1991), *Le Marché Financier Français*, Ed., Economica, Paris.

Plihon D. Ponsard J.P., et Zarlowski P., (2001), Quel scénario pour le gouvernement d'entreprise : une hypothèse de double convergence, *Revue d'Economie Financière*, n°63.

Porter M. & Fuller, (1986), "Coalitions and global strategy" in Porter (eds), *Competing in Global Industries*, Boston. Harvard Business School Press.

Porter M., (1987), Changing patterns of international competition, *California Management Review*, Vol.28, Iss. 2.

Porter M., (1999), *Avantage Concurrentiel des Nations*, Dunod, Paris.

Porter M.E. (1999), *L'avantage concurrentiel : Comment devancer ses concurrents et maintenir son avance*, Dunod. Paris.

Porter M.E., (1989-90), "De l'avantage concurrentiel à la stratégie", *Harvard-l'Expansion*, Hiver, pp. 6-25.

Porter M.E., (1991), "Towards a dynamic theory of strategy", *Strategic Management Journal*, Vol. 12, pp. 98-117.

Porter, M. E., (1987), "From competitive advantage to corporate strategy", *Harvard Business Review*, vol. 65, n° 3, p. 43-59.

Poulain-Rehm T., (2005), « L'impact de l'affectation du free cash-flow sur la création de valeur actionnariale », *Finance Contrôle Stratégie – Volume 8, n° 4, décembre, 2005, p. 205 – 238*

Quélin B., (2000), Core Competencies, R&D Management and Partnerships, *European Management Journal*, Vol.18, Iss.5, 476-487.

Quiry, P., Le Fur, Y., (2001), *Communiquer sur la création de valeur*. Lettre de Vernimmen N° 2, Juillet.

Rajan, R., Servaes, H. et Zingales, L., (2000), "The cost of diversity: The diversification discount and inefficient investment", *Journal of Finance*, Vol. 55, p.35-80.

Ramanathan K., Seth A. & Thomas H., (1997), *Explaining joint venture : Alternative theoretical perspectives*, In P.W. Beamish & J.P. Killing (Eds), *Cooperatives strategies : vol.1. North America Perspectives*, 51-85.

- Ramaswamy K.P. et Waegelien J.F., (2003), "Firm Financial Performance Following Mergers", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 20, 2, p.115-126.
- Rangan U.S. & al., (2000), Alliances and wealth creation: a corporate renewal perspective, *Strategic Change*, Vol. 9, Iss.1, 35-44.
- Rappaport A., (1992), *Creating shareholder value: the new standard for business performance*, The Free Press, Mac Millan, New York.
- Rau P. R. et Vermaelen T., (1998), « Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms », *Journal of Financial Economics*, vol. 49, n° 2, p. 223-253.
- Ravens K. & al., (2000), Assessing the performance of strategic alliances: matching metrics to strategies, *European Management Journal*, Vol.18, Iss.5, 529-541.
- Reuer J. J. & Miller K. D., (1997), Agency costs and the performance implications of international joint venture internalization, *Strategic Management Journal*, Vol.18, 425-438.
- Reuer J.J., (2001), From hybrids to hierarchies: Shareholder wealth effects of joint venture partner buyouts, *Strategic Management Journal*, Vol.22, Iss.1, 27-44.
- Reuer J.J., Zollo M. & Singh H., (2002), Post-formation dynamics in strategic alliances, *Strategic Management Journal*, Vol.23, Iss. 2, 135-151.
- Reuer, J. J., & Ragozzino, R., (2006), Agency hazards and alliance portfolios. *Strategic Management Journal*, 27 (1), 27-44.
- Reuer, J. J., Park, K. M., & Zollo, M., (2002), Experimental learning in international joint ventures: The role of experience heterogeneity and venture novelty. *Cooperative strategies and alliances*, 321-344.
- Rhodes-Kropf, M. et Viswanathan S., (2004), "Market Valuation and Merger Waves", *Journal of Finance*, 59, pp. 2685-2718.
- Roberts P. W. & Greenwood R., (1997), Integrating transaction cost and institutional theories: toward a constrained-efficiency framework for understanding organizational design adoption, *Academy of Management Review*, Vol. 22, Iss.2, 346-373.
- Robinson K.C. & McDougall P.P., (2001), Entry barriers and new venture performance: a comparison of universal and contingency approaches, *Strategic Management Journal*, Vol.22, Iss. 6-7, 659-685.
- Ross S.A., (1973), "The Economic Theory of Agency : The Principal's Problem", *American Economic Review*, Vol. 63, n°2, p. 134-139.
- Rousseau L., (1990), *L'acquisition d'entreprise : dynamisme et facteurs de succès*, Presses de l'Université du Québec.
- Rubin P., (1990), *Managing business transactions: controlling the cost of coordinating communicating and decision making*, New York, The free Press.
- Rugman A.M. & Verbeke A., (2002), Edith Penrose's contribution to the resource-based view of strategic management, *Strategic Management Journal*, Vol.23, Iss.8, 769-780.

- Ruh R.A., White J.K., et Wood R.R., (1975), Job Involvement, Values Personal Background, Participation in Decision Making and Job Attitudes, *The Academy of Management Journal*, vol. 18, no 2, p. 300-310.
- Rumelt R., (1974), "*Strategy, Structure and Economic Performance*", Ed., Harvard University, Massachusetts.
- Rumelt R.P., (1984), *Towards a strategic theory of the firm*, In R.B. Lamb (Ed.), *Competitive strategic management*, 556-570. Englewood Cliffs, NJ : Prentice- Hall.
- Salter M.S. et Weinhold W.A., (1978), "Diversification via acquisitions: creating value", *Harvard Business Review* , July-August, pp. 166-167.
- Sandler T. & Tschirhart J., (1980), The economic theory of clubs: An evaluative survey, *Journal of Economic Literature*, Vol.18, Iss.4.
- Sanjai Bhagat and Roberta Romano, (2002), "Event Studies and the Law: Part I: Technique and Corporate Litigation" *American Law and Economics Review* V4 N1.
- Sarkar et al., (2009), Process Capabilities and Value Generation in alliances Portfolios, *Organization Science*. Vol. 20, No. 3, May-June 2009, pp. 583-600.
- Sarkar M-B. & al., (2001), Alliance entrepreneurship and firm market performance, *Strategic Management Journal*, Vol.22, Iss.6-7, 701-711.
- Sarkar, M. B., Aulakh, P. S., & Madhok, A., (2009), A process view of capabilities : Generating value in alliance portfolios. *Organization Science* , 20 (3), 583-600.
- Savall H., (1989), *Maîtriser les coûts et les performances cachés. Le contrat d'activité périodiquement négociable*, 2ième édition, Economica, Paris.
- Schleifer A. et Vishny R.W., (1988), "Value maximization and the acquisition process", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, N°1, pp. 7-20.
- Schroeder R.G. & al., (2002), A resource-based view of manufacturing strategy and the relationship to manufacturing performance, *Strategic Management Journal*, Vol.23, Iss. 2, 105-117.
- Schweiger D. et Very P., (2003), "*Creating Value Through Merger and Acquisition Integration*" in C. Cooper & A. Gregory, *Advances in Mergers and Acquisitions* Vol 2, JAI Press Inc, p. 1-26.
- Schwert G.W, "Anomalies and Market Efficiency," University of Rochester working paper, 2002.
- Seth A., (1990), "Sources of value creation in acquisitions: an empirical investigation", *Strategic Management Journal*, Vol. 11, pp. 431-446.
- Seppälä M., (2004), "*A Model for Creating Strategic Alliances*", A study of Inter- Firm Cooperation in the North European ICT Sector.
- Severin E. et Dhennin S., (2003), "Structure du capital et mesure de restructuration", *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 6, N°1, p. 155-186.

Severin E., (2007), Les réductions d'effectifs comme mesure de restructuration pour favoriser la performance : analyse empirique sur le cas français, *La revue des sciences de gestion*, N°223, P.13-23.

Severin E., (2004), "*Restructuration de l'entreprise*", Ed. Economica, Paris.

Sevestre P., (2002), *Économétrie des données de panel*, Paris, Dunod.

Shaker A. Z. & Bogner W.C., (2000), Technology strategy and software new ventures' performance; Exploring the moderating effect of the competitive environment, *Journal of Business Venturing*, Vol.15, Iss. 2, 35-173.

Shan, W., & Hamilton, W., (1991), Country-specific advantage and international cooperation. *Strategic Management Journal*, 12 (6), 419–432.

Shan, W., Walker, G., & Kogut, B., (1994), 'Interfirm cooperation and startup innovation in the biotechnology industry'. *Strategic Management Journal* , 15 (5), 387–394.

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.

Shaughnessy H., (1995), International Joint Ventures : Managing Successful Collaborations, *Long Range Planning*, Vol.28, Iss.3.

Sherman S., (1992), Are strategic alliances working? *Fortune*, Vol.126, Iss.6, 77-78.

Shleifer A. et Vishny R.W., (1989), Management Entrenchment: the case of managers specific investment, *Journal of Financial Economics*, vol. 25, p. 123-139.

Shleifer A. et Vishny R.W., (1988), "Value Maximization and the Acquisition Process", *Journal of Economic Perspectives*, Winter, Vol. 2, n° 1, p. 7-20.

Shleifer A., Vishny R., (1997), A survey of Corporate Governance, *Journal of Finance*, vol. 52, p. 737-783.

Shleifer, A. et Vishny, R., (2003), "Stock Market Driven Acquisitions", *Journal of Financial Economics*, 70, 295–311.

Shrivastava P., (1986), "Postmerger Integration", *The Journal of Business Strategy*, 7, 1, p.65- 76.

Silhan P.A. et Howard T., (1986), "Using Simulated Mergers to Evaluate Corporate Diversification Strategies", *Strategic Management Journal*, vol 7, p. 523-534.

Silverman, B. S., & Baum, J. A., (2002), Alliance-based competitive dynamics. *Academy of Management Journal*, 45 (4), 791-806.

Simon H.A., (1987), "*Rationality in Psychology and Economics*", in Hogarth, R.M. et M.W.

Simonin B., (1997), The Importance of collaborative Know-how: an empirical test of the learning organization, *Academy of Management Journal*, Vol.40, Iss.5, 1150- 1174.

Smith C.W, Jr., (1989), "The Theory of Corporate Finance: A Historical Overview," *Modern Theory of Corporate Finance*, 3-26.

- Song, M.H et Walkling, R. A., (2000), Abnormal returns to rivals of acquisition targets: A test of the &acquisition probability hypothesis, *Journal of Financial Economics* 55,P. 143-171.
- Stevens D.L., (1973), "Financial Characteristics of Merged Firms: A Multivariate Analysis", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Marsh 1973.
- Stratégor , (1997), *Politique générale de l'entreprise*, Dunod Paris.
- Stuart T.E., (2000), Interorganizational alliances and the performance of firms: a study of growth and innovation rates in a high-technology industry, *Strategic Management Journal*, Vol. 21, Iss. 8, 791-811.
- Sudarsanam s. et Mahate A. A., (2003), « Glamour Acquirers, Method of Payment and Post-acquisition Performance: The UK Evidence », *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 30, n° 1/2, p. 299-341.
- Taghzouti A., (2007), Les alliances stratégiques interentreprises : Quelle (s) motivation (s) stratégique (s) des managers des PME marocaines ? *Revue Recherches Economiques et Managériales*, juin 2007, n°1, Biskra.
- Teece D.J. Pisano G., et Shuen A., (1997), Dynamic capabilities and strategic management, *Strategic Management Journal*, vol. 18, n° 7, p509-533.
- Teece D.J., (1992), Competition, cooperation, and innovation: Organizational arrangements for regimes of rapid technological progress, *Journal of Economics Behavior and Organization*, Vol.18, 1-25.
- Teller R., (1998), "Confiance et modèle comptable", *Economies et Sociétés*, série S.G., n° 8-9, pp. 263-276.
- Teller R., (2007), "Dépasser la mesure de la création de valeur pour l'actionnaire : Pourquoi ? Comment ?", *Journée d'étude de GEMO-ESDES sur la mesure de la performance globale*, Université de Nice.
- Thiétart R-A., (2003), *Méthodes de recherches en management*, Dunod, Paris.
- Thiétart R-A., Xuereb J-M., (2005, 2009), *Stratégie : concepts, méthodes et mise en œuvre*, Dunod, Paris.
- Thiétart R-A., (1991), *La stratégie d'entreprise*, McGraw-Hill, Paris.
- Thomas J. B. & Trevino L. K., (1993), Information processing in strategic alliance building: A multiple-case approach, *Journal of Management Studies*, Vol.30, 779–814.
- Titman S., (1999), "Leverage and Corporate Performance: Evidence from Unsuccessful.
- Trautwein F., (1990), "Mergers motives and mergers prescriptions", *Strategic Management Journal*, Vol. 11, n° 4, pp. 283-295.
- Tsang E.W.K., (1999), A preliminary typology of learning in international strategic alliances, *Journal of World Business*, Vol.34, Iss. 3, 211-229.
- Tsang E.W.K., (2000), Transaction cost and resource-based explanations of joint venture : A comparison and synthesis, *Organization Studies*, Vol.21, Iss.1, 215-242.

- Tsang E.W.K., (2002), Acquiring knowledge by foreign partners from international joint ventures in a transition economy: learning-by-doing and learning myopia, *Strategic Management Journal*, Vol.23, Iss. 9, 835-854.
- Tyler B. B. & Steensma, H. K., (1995), Evaluating technological collaborative opportunities: A cognitive modelling perspective, *Strategic Management Journal*, vol.16, Special issue, 43-70.
- Urban S. & Vendemini S., (1992), *European strategic alliances*, Blackwell Publishers, Oxford, United Kingdom.
- Uzzi, B., (1997), Social structure and competition in inter- firm networks: The paradox of embeddedness. *Administrative Science Quarterly* , 42, 36-67.
- Vanhaverbeke, W., & Noorderhaven, N., (2001), Competition between alliance blocks: The case of the RISC micro- processor technology. *Organization Studies*, 22, 1-30.
- Varian, H. R., (2011), *Introduction à la microéconomie*. 7ème ed. Bruxelles: De Boeck.
- Vasseur J., (1991), *Typologie d'alliance et maturité d'activité*, thèse de doctorat en ès sciences de gestion, HEC, Paris.
- Vasseur J., (1995), Les stratégies d'alliances par joint-ventures dans les services, *Revue Française de Marketing*, n° 155.
- Vassolo et al., (2004), Non-additivity in portfolios of exploration activities: a real options-based analysis of equity alliances in biotechnology. *Strategic Management Journal*, vol. 25: 1045-1061
- Vassolo, R. S., Anand, J., & Folta, T. B., (2004), Non-additivity in portfolios of exploration activities: A real options -based analysis of equity alliances in biotechnology. *Strategic Management Journal*, 25, 1045-1061.
- Vasudeva, G., & Anand, J., (2011), Unpacking Absorptive Capacity: A Study of Knowledge Utilization from Alliance Portfolios. *Academy of Management Journal*, 54, 611-623.
- Venkatraman N. & Prescott J., (1990), Environement-Strategy Coalignment : An empirical Test of its Performance Implications , *Strategic Management Journal*, Vol. 11, Iss.1.
- Venkatraman N. & Ramanujam V., (1986), Measurement of Business Performance in strategy Research: a comparison of approaches, *Academy of Management Review*, Vol. 11, Iss. 4 ; 801-814.
- Vernimmen.P., (2000), *Finance d'entreprise*. Dalloz.
- Wacheux F. & Wijk G., (1995), *Groupe coopératif, autonomie et performance de l'alliance, Perspective en Management Stratégique*, Tome III, Economica, Paris.
- Wacheux F., 1996, "*Méthodes qualitatives et recherche en gestion*", Ed. Economica, Paris.
- Walker G. & Weber D., (1984), A transaction cost approach to Make-or-buy Decisions, *Administrative Science Quarterly*, Vol.29, Iss. 3.

- Wansley J.W., Lane W.R. et 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.
- Wassmer U., (2010), Alliance Portfolios: A Review and Research Agenda. *Journal of Management*, 36 (1), 141-171.
- Wassmer U., & Dussauge P., (2011), Value Creation in Alliance Portfolios: The Benefits and Costs of Network Resource Interdependencies. *European Management Review*, Vol. 8, 47-64.
- Watts R. and Zimmerman J., (1990), "Positive Accounting Theory: a Ten Year Perspective", *The Accounting Review*, 65 (1), pp. 131-156.
- Wernerfelt B., (1984), A resource-based view of the firm, *Strategic Management Journal*, Vol.5, Iss.3, 171-180.
- Wiener Y., (1982), Commitment in Organizations: A Normative View, *Academy of Management Review*, vol. 7, no 3, p. 418-428.
- Wilkins A.L. et Ouchi W.G., (1983), "Efficient culture : Exploring the relationship between culture and organizational performance", *Administrative Science Quarterly*, vol.28, p.468-481.
- Williamson O. E., (1999), Strategy research: governance and competence perspectives, *Strategic Management Journal*, Vol.20, Iss.12, 1087-1108.
- Williamson O.E., (1979), "Transaction-cost economics: The governance of contractual relations", *Journal of Law and Economics*, Vol. 22, n° 2, pp. 233-261.
- Woolridge J.R. & Snow C.C., (1990), Stock Market Reaction to Strategic Investment Decisions, *Strategic Management Journal*, 1990, Vol.11, Iss. 5, 353-363,
- Yadong L., (2002), Product diversification in international joint ventures: Performance implications in an emerging market, *Strategic Management Journal* ; Vol.23, Iss. 1, 1-20.
- Yan & Gray, (1994), Bargaining power, management control and performance in united states-china joint ventures: a comparative case study. *Academy of Management Journal*, Vol. 37, No. 6. 1478-1517.
- Yang X. & al., (1999), Assessing the effects of structural and project characteristics on R&D strategic alliance performance: a unified approach, *The Journal of High Technology Management Research*, Vol.10, Iss.1, 105-121.
- Yin R.K., (2002), "*Case Study Research : Design and Methods*", 3ème édition, Thousand Oaks, CA : Sage.
- Yook K.C., (2004), "The Measurement of Post-Acquisition Performance Using EVA", *Quarterly Journal of Business & Economics*, Vol. 42, n° 3 and 4.
- Young D., (1998), "Rhône-Poulenc au crible de l'EVA", *L'Expansion Management Review*.
- Young-Ybarra C. & Wiersema M., (1999), Strategic flexibility in information technology alliances: The influence of transaction cost economics and social exchange theory, *Organization Science*, Vol.10, Iss. 4, 439-459.

Young-Ybarra, C. & al., (2001), Technology R&D alliance and firm value, *The Journal of High Technology Management Research*, Vol.12, Iss. 2, 227-237.

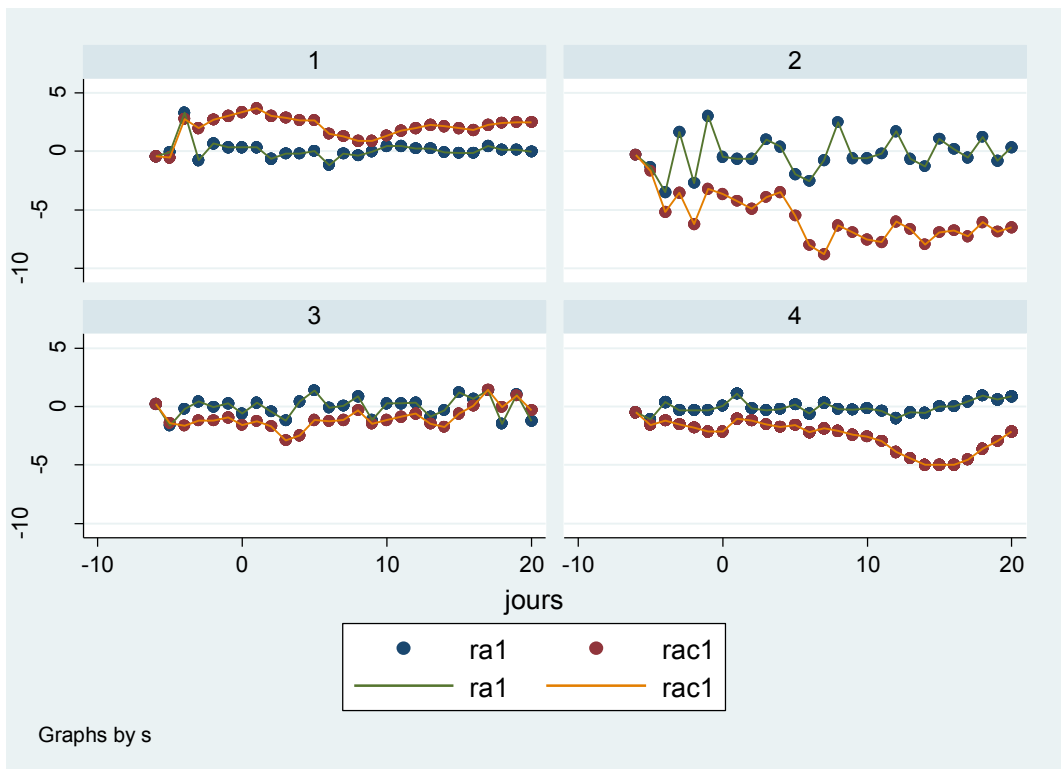
Zajac E.D., (1998), Commentary on alliances and networks by R. Gulati, *Strategic Management Journal*, Vol.19, Iss. 4, 319-321.

Zingales L., (2000), In Search of New Foundations, *Journal of Finance*, vol. 55, no 4, p. 1623- 1653.

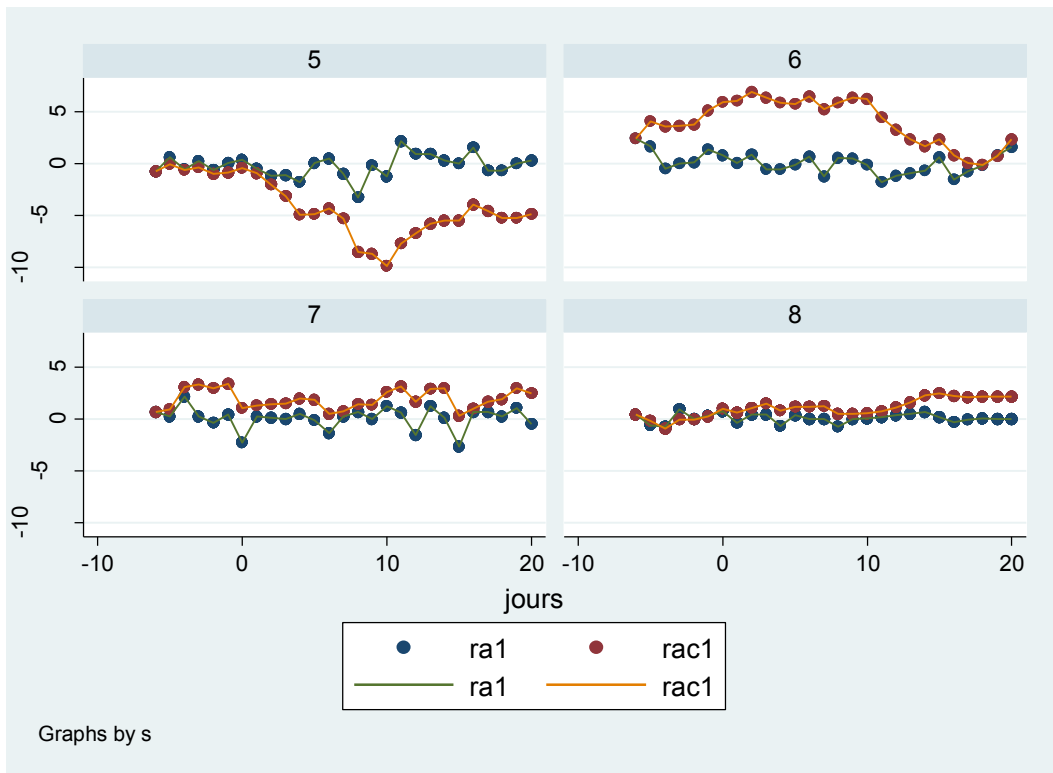
Zwiebel J., (1996), "Dynamic Capital Structure under Management Entrenchment", *American Economic Review*, 86, p.1197-1215.

ANNEXES

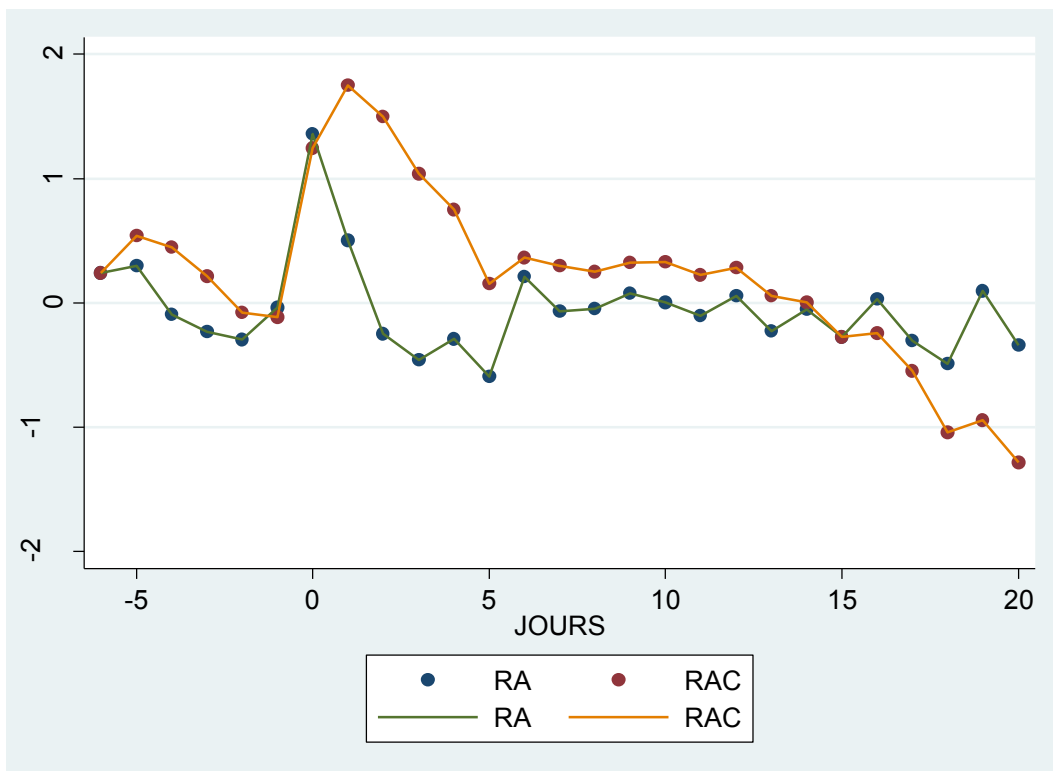
Annexe 1 : AS (Test de *Student* sur la fenêtre d'évènement [-6, +20])

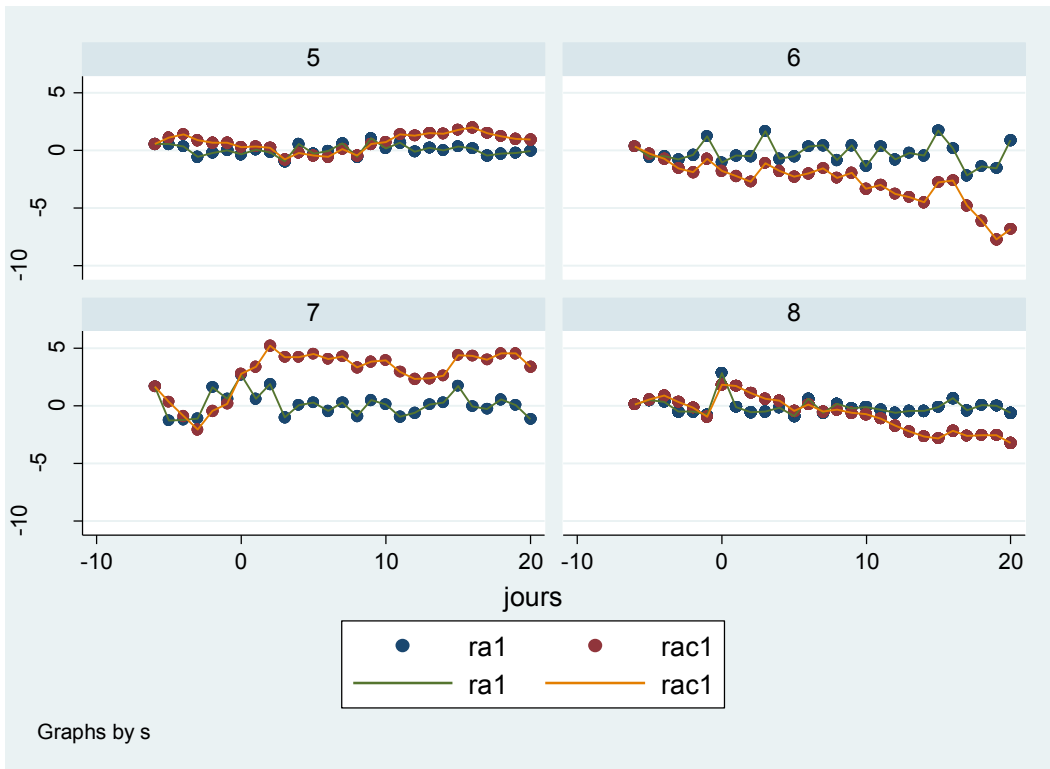
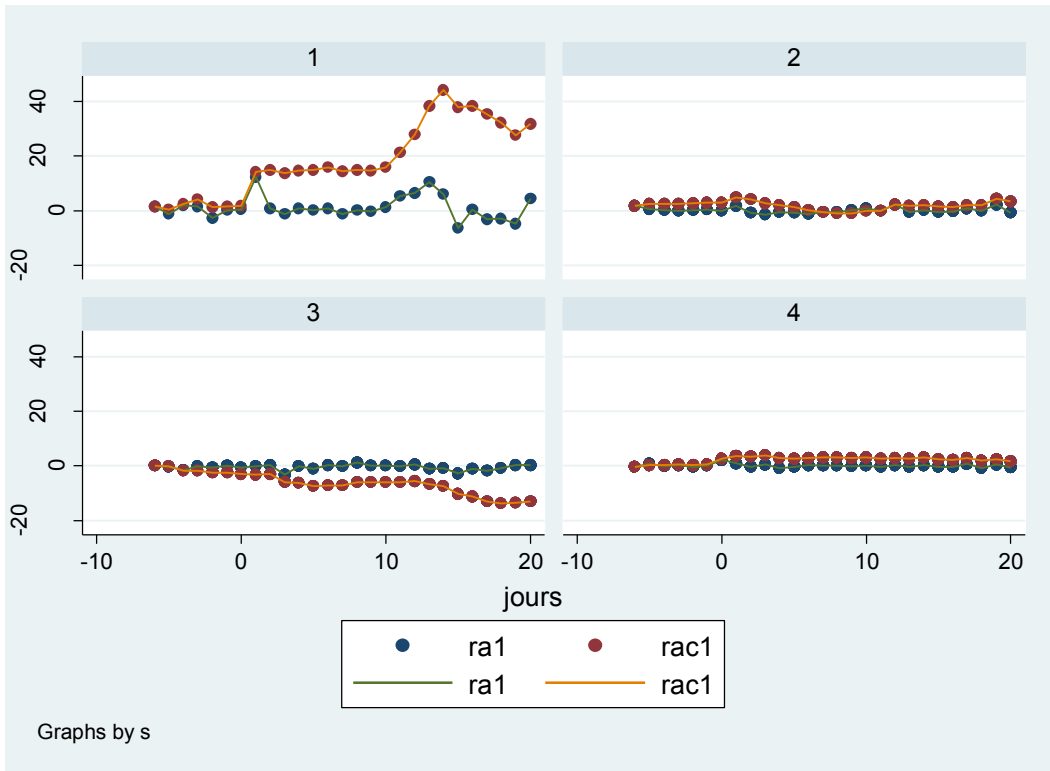


Graphs by s



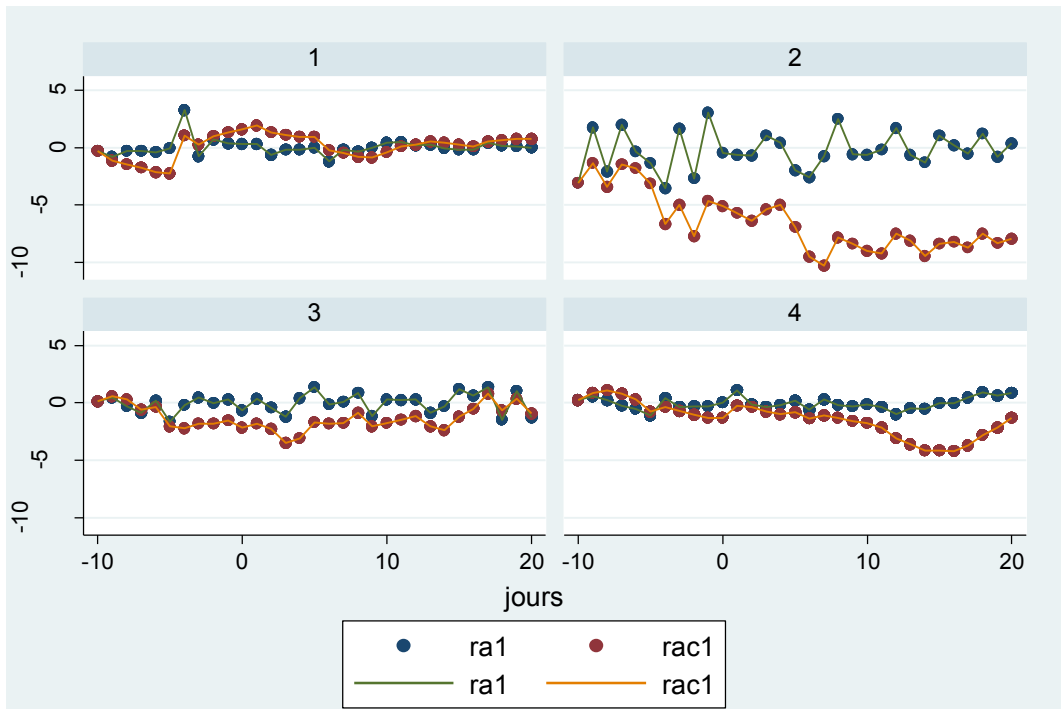
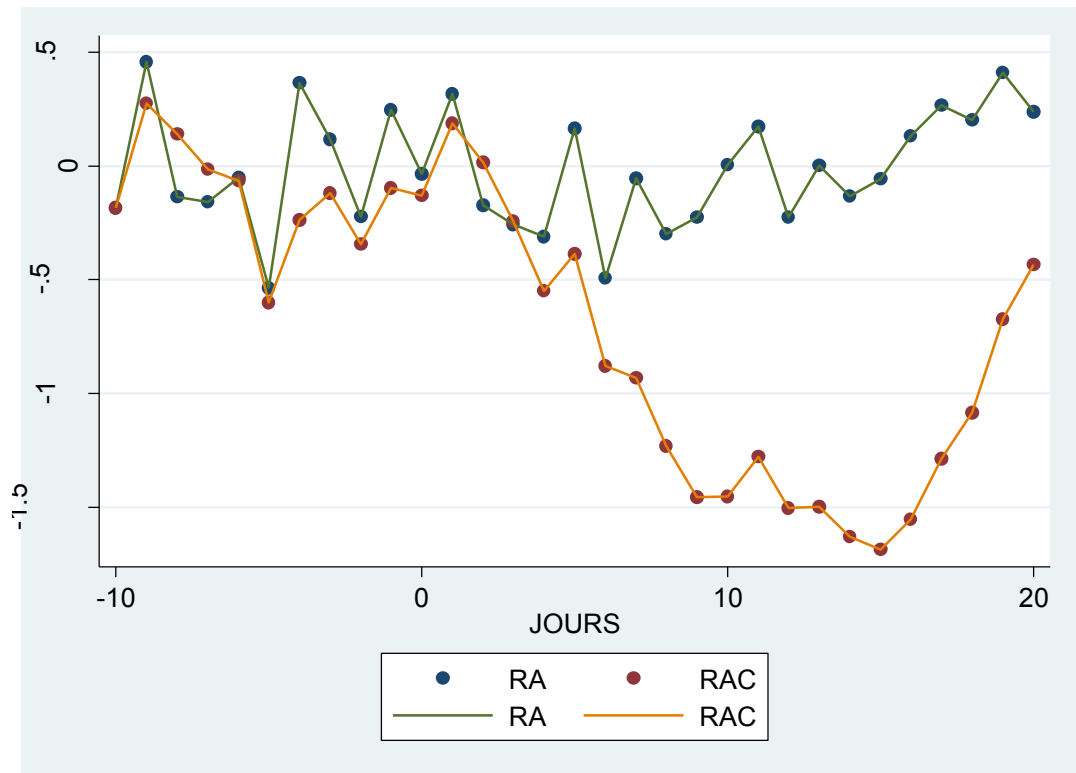
Annexe 2 : F&A (Test de *Student* sur la fenêtre d'évènement [-6, +20])



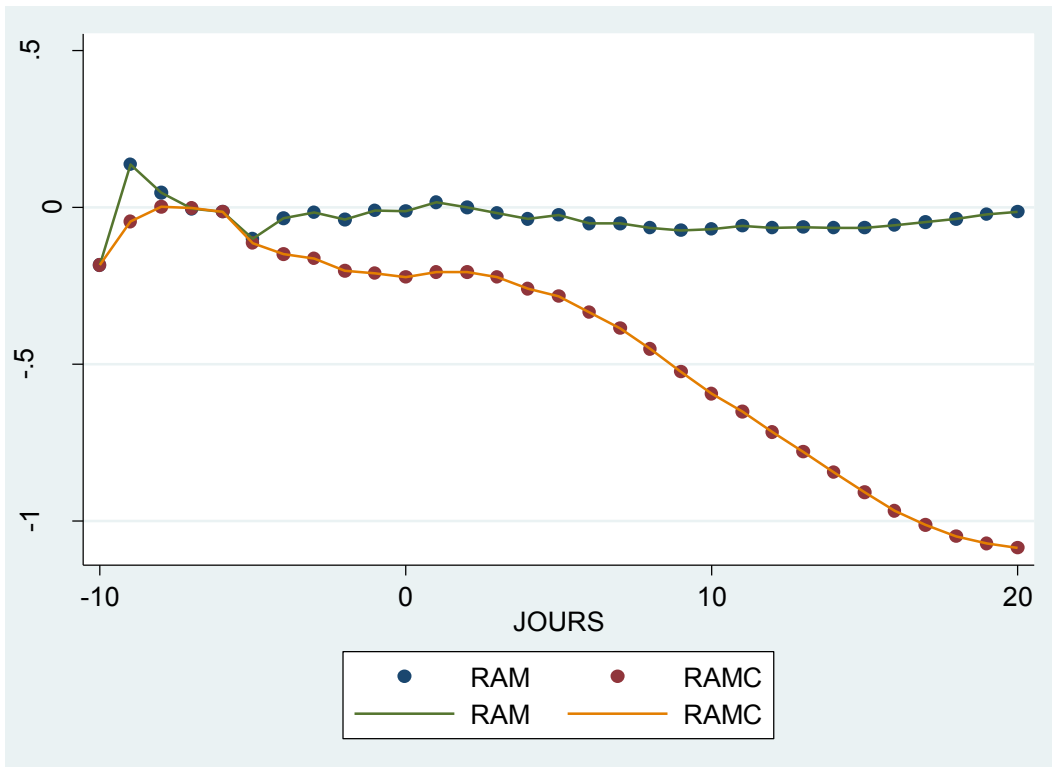
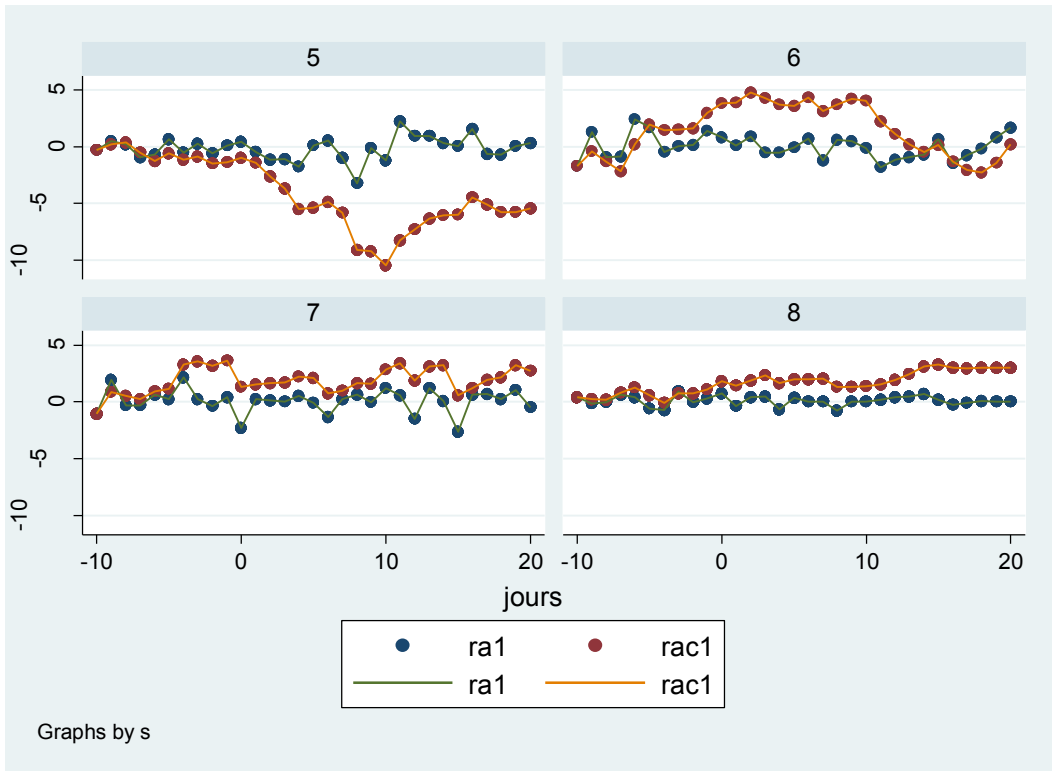


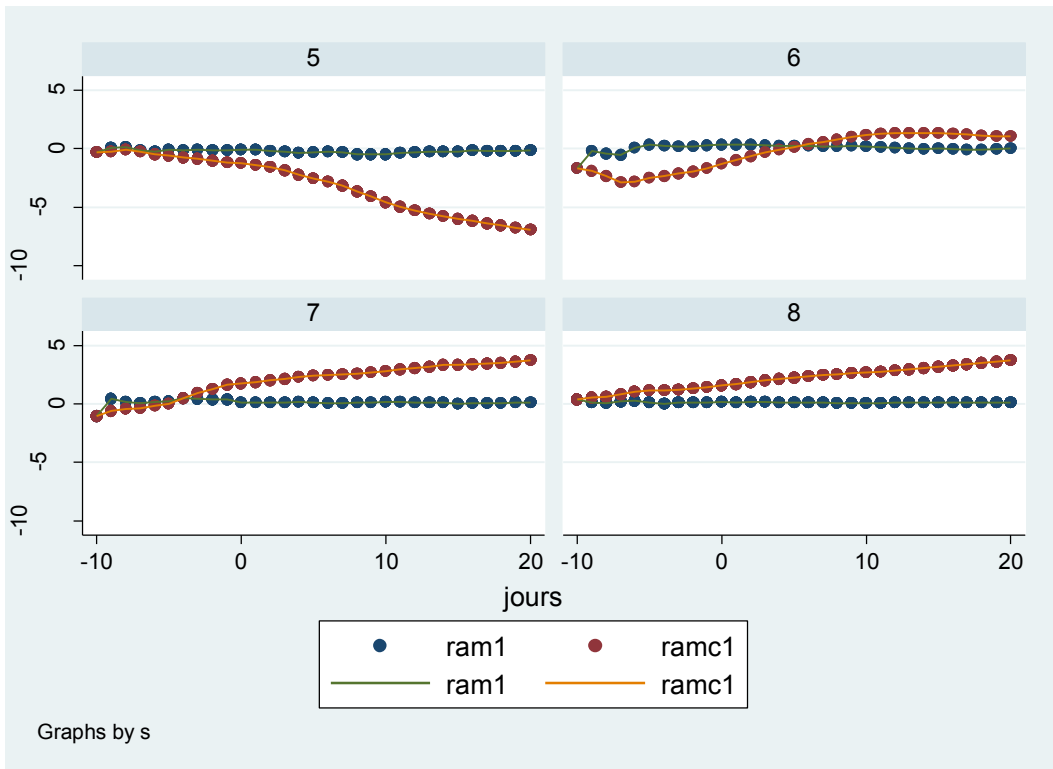
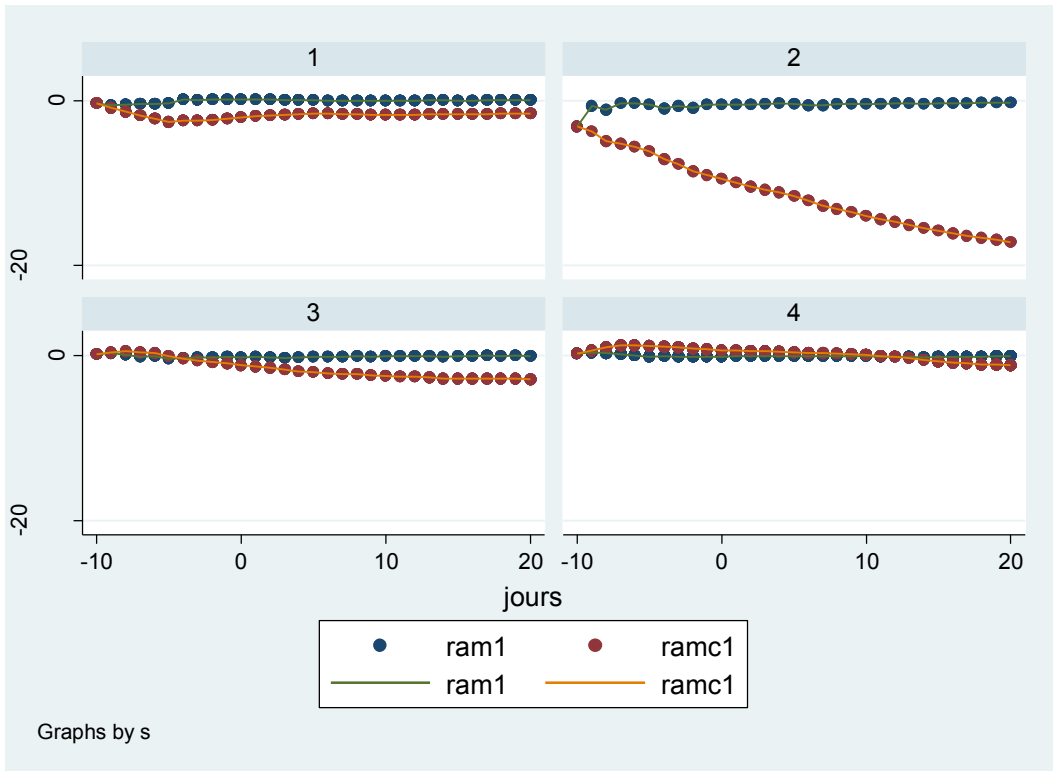
Annexe 3 : AS (Test de *Student* sur la fenêtre d'évènement [-10, +20])

JOURS	RA	RAC	TEST T (RA)	RAM	RAMC	TEST T (RAM)
-10	-0,183	-0,183	-0,828	-0,183	-0,183	-0,828
-9	0,459	0,276	1,452	0,138	-0,045	0,704
-8	-0,134	0,142	-0,564	0,047	0,003	0,281
-7	-0,157	-0,015	-0,634	-0,004	-0,001	-0,028
-6	-0,050	-0,065	-0,216	-0,013	-0,014	-0,111
-5	-0,536	-0,601	-1,914**	-0,100	-0,114	-0,881
-4	0,365	-0,237	1,111	-0,034	-0,148	-0,318
-3	0,117	-0,119	0,541	-0,015	-0,163	-0,159
-2	-0,224	-0,343	-0,942	-0,038	-0,201	-0,474
-1	0,249	-0,095	0,829	-0,009	-0,210	-0,133
0	-0,034	-0,129	-0,110	-0,012	-0,222	-0,152
1	0,318	0,189	1,269	0,016	-0,206	0,215
2	-0,173	0,016	-0,689	0,001	-0,205	0,018
3	-0,257	-0,241	-1,052	-0,017	-0,222	-0,249
4	-0,309	-0,550	-1,237	-0,037	-0,259	-0,560
5	0,165	-0,385	0,704	-0,024	-0,283	-0,365
6	-0,493	-0,879	-1,323	-0,052	-0,335	-0,745
7	-0,053	-0,931	-0,199	-0,052	-0,387	-0,773
8	-0,299	-1,230	-0,787	-0,065	-0,451	-0,958
9	-0,226	-1,457	-0,940	-0,073	-0,524	-1,135
10	0,004	-1,452	0,016	-0,069	-0,593	-1,133
11	0,174	-1,278	0,577	-0,058	-0,651	-1,028
12	-0,225	-1,503	-0,741	-0,065	-0,717	-1,222
13	0,004	-1,499	0,015	-0,062	-0,779	-1,229
14	-0,132	-1,630**	-0,462	-0,065	-0,844	-1,227
15	-0,057	-1,688**	-0,191	-0,065	-0,909	-1,278
16	0,132	-1,555**	0,508	-0,058	-0,967	-1,155
17	0,268	-1,288	0,973	-0,046	-1,013	-0,938
18	0,202	-1,085	0,521	-0,037	-1,050	-0,774
19	0,412	-0,673	1,273	-0,022	-1,073	-0,488
20	0,238	-0,435	0,969	-0,014	-1,087	-0,330



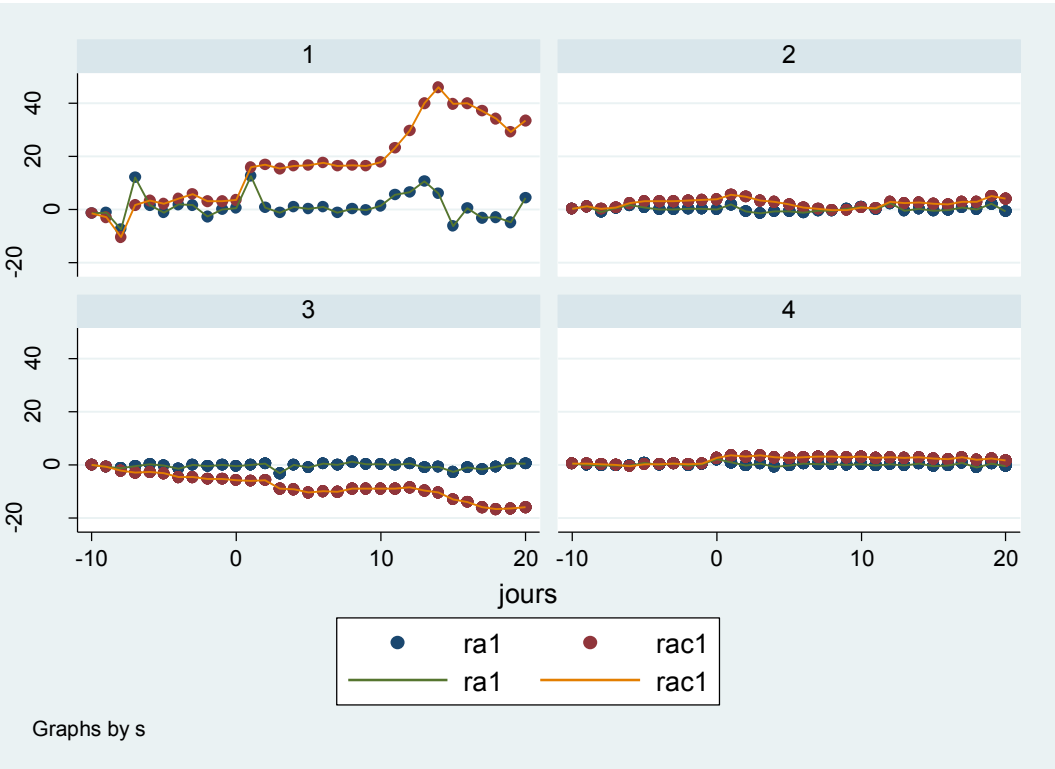
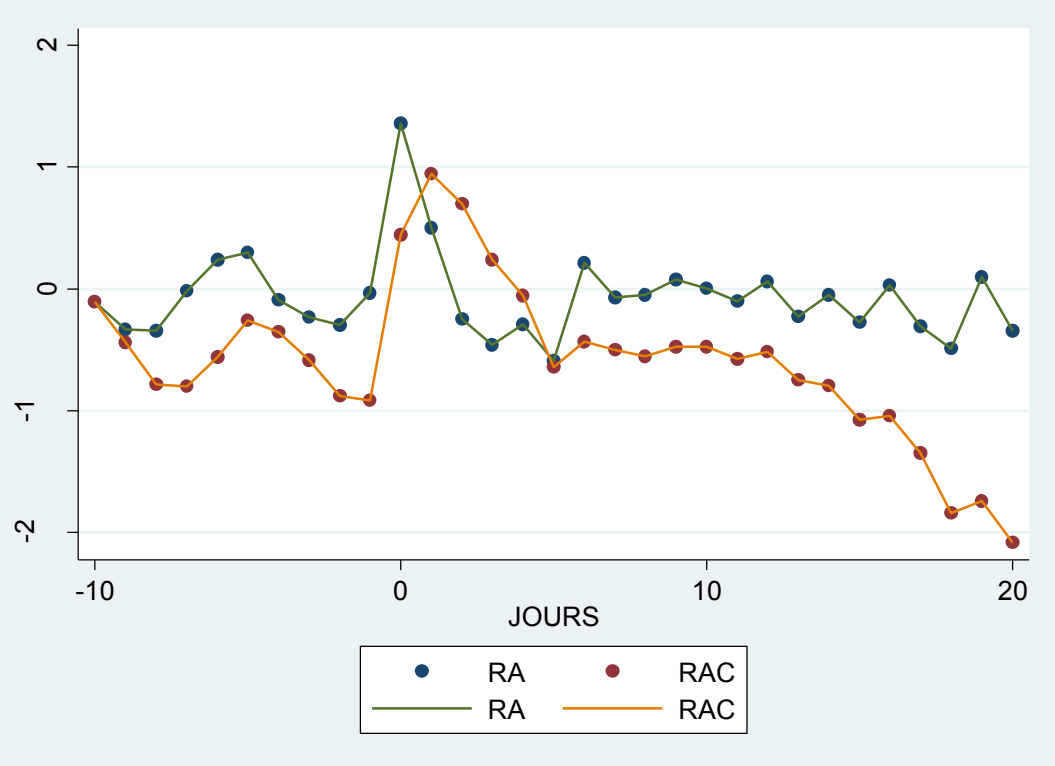
Graphs by s



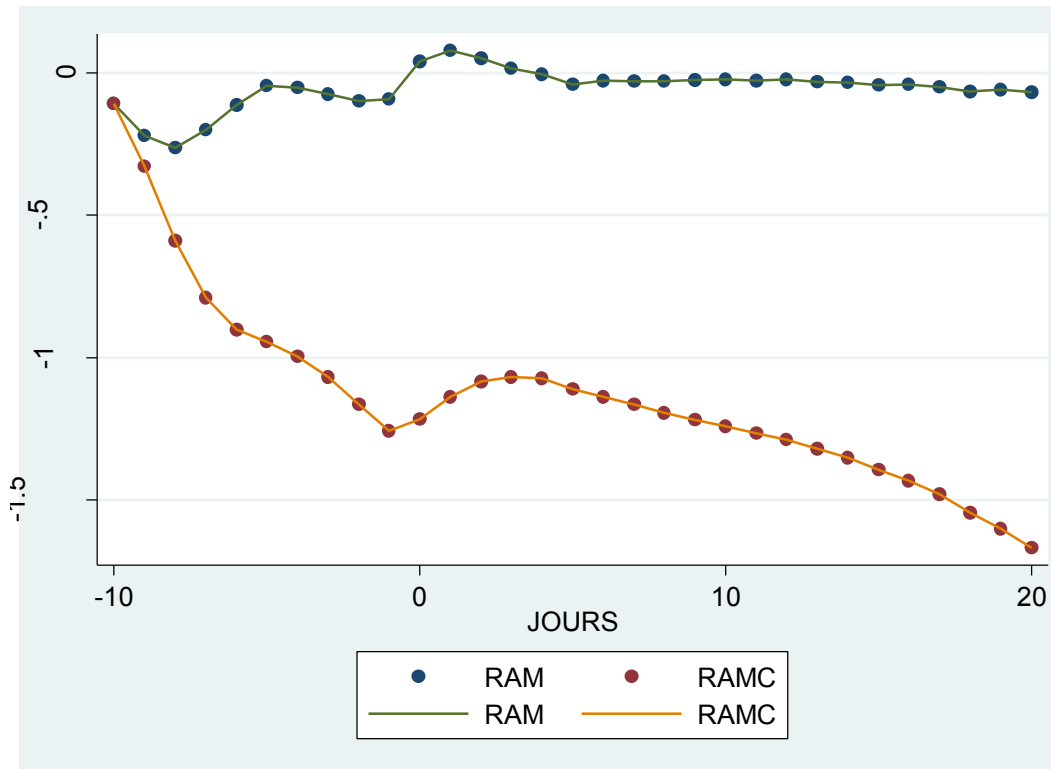
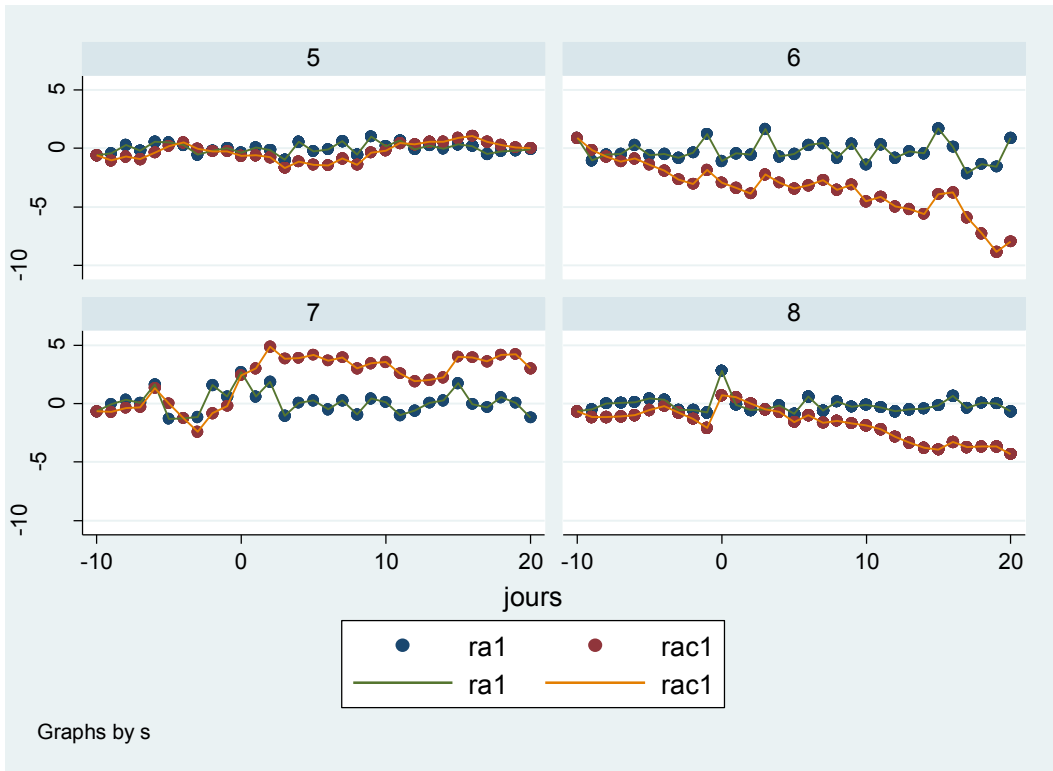


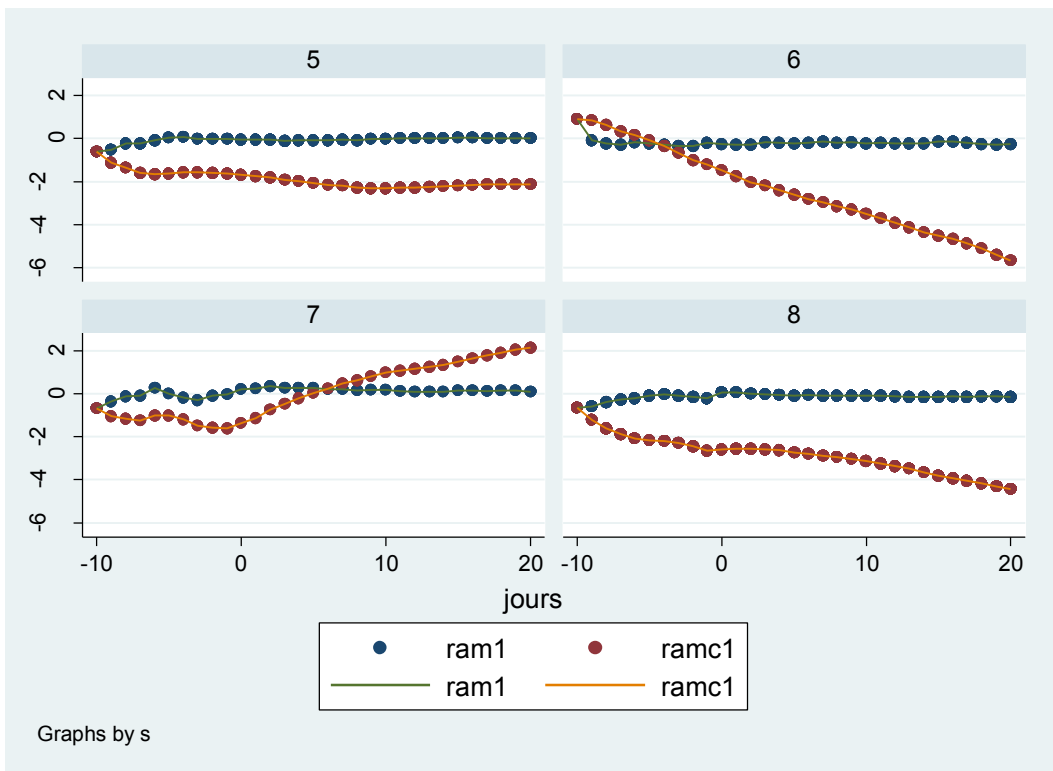
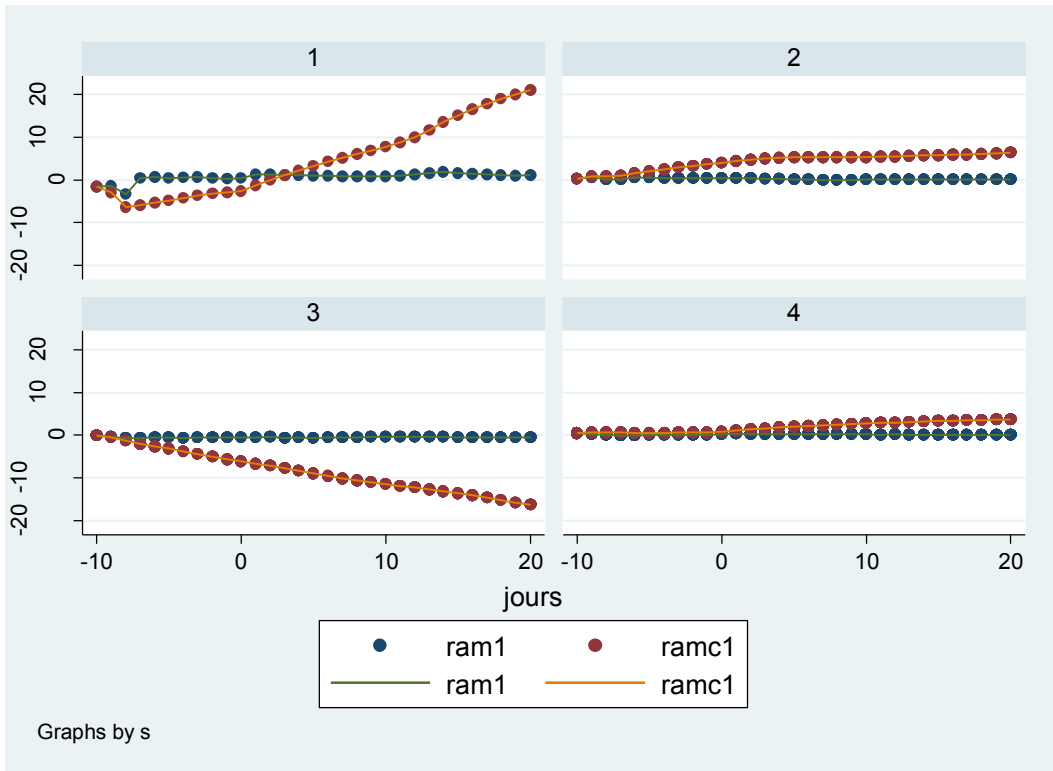
Annexe 4 : F&A (Test de *Student* sur la fenêtre d'évènement [-10, +20])

JOURS	RA	RAC	TEST T (RA)	RAM	RAMC	TEST T (RAM)
-10	-0,108	-0,108	-0,566	-0,108	-0,108	-0,566
-9	-0,332	-0,439	-1,690	-0,220	-0,327	-1,554
-8	-0,347	-0,786	-1,588	-0,262	-0,589	-1,997
-7	-0,016	-0,802	-0,068	-0,200	-0,790	-1,812
-6	0,241	-0,560	1,112	-0,112	-0,902	-1,010
-5	0,300	-0,261	0,984	-0,043	-0,945	-0,462
-4	-0,092	-0,353	-0,424	-0,050	-0,996	-0,514
-3	-0,231	-0,584	-1,304	-0,073	-1,069	-0,824
-2	-0,296	-0,880	-1,459	-0,098	-1,166	-1,192
-1	-0,035	-0,916	-0,155	-0,092	-1,258	-1,193
0	1,359	0,444	3,077***	0,040	-1,218	0,476
1	0,502	0,946	1,601*	0,079	-1,139	0,938
2	-0,250	0,696	-1,181	0,054	-1,085	0,666
3	-0,458	0,238	-1,863*	0,017	-1,068	0,216
4	-0,292	-0,053	-1,198	-0,004	-1,072	-0,048
5	-0,593	-0,646	-3,246***	-0,040	-1,112	-0,568
6	0,211	-0,435	1,078	-0,026	-1,138	-0,383
7	-0,069	-0,504	-0,260	-0,028	-1,166	-0,457
8	-0,048	-0,552	-0,231	-0,029	-1,195	-0,517
9	0,076	-0,476	0,438	-0,024	-1,219	-0,435
10	0,002	-0,474	0,009	-0,023	-1,241	-0,420
11	-0,103	-0,577	-0,465	-0,026	-1,268	-0,491
12	0,058	-0,519	0,256	-0,023	-1,290	-0,424
13	-0,229	-0,748	-0,894	-0,031	-1,321	-0,572
14	-0,050	-0,798	-0,242	-0,032	-1,353	-0,579
15	-0,275	-1,073	-0,978	-0,041	-1,394	-0,758
16	0,029	-1,045	0,120	-0,039	-1,433	-0,730
17	-0,305	-1,350	-1,126	-0,048	-1,481	-0,930
18	-0,491	-1,841	-2,122	-0,063	-1,545	-1,275
19	0,097	-1,744	0,409	-0,058	-1,603	-1,179
20	-0,342	-2,087	-1,543*	-0,067	-1,670	-1,430



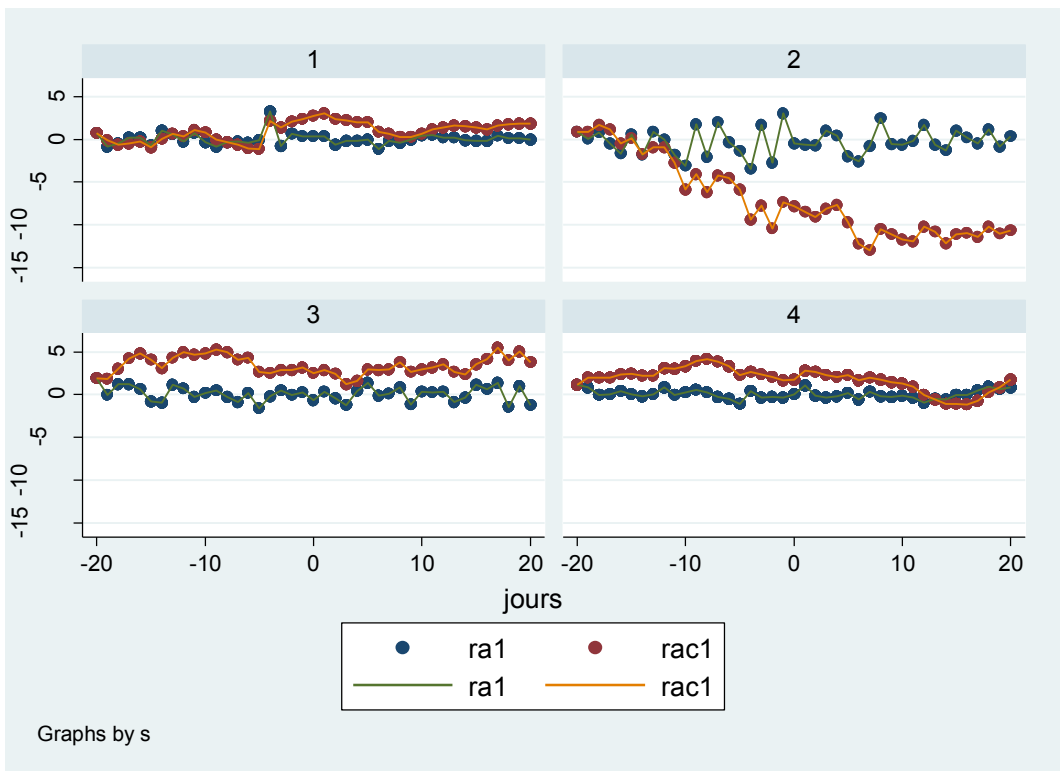
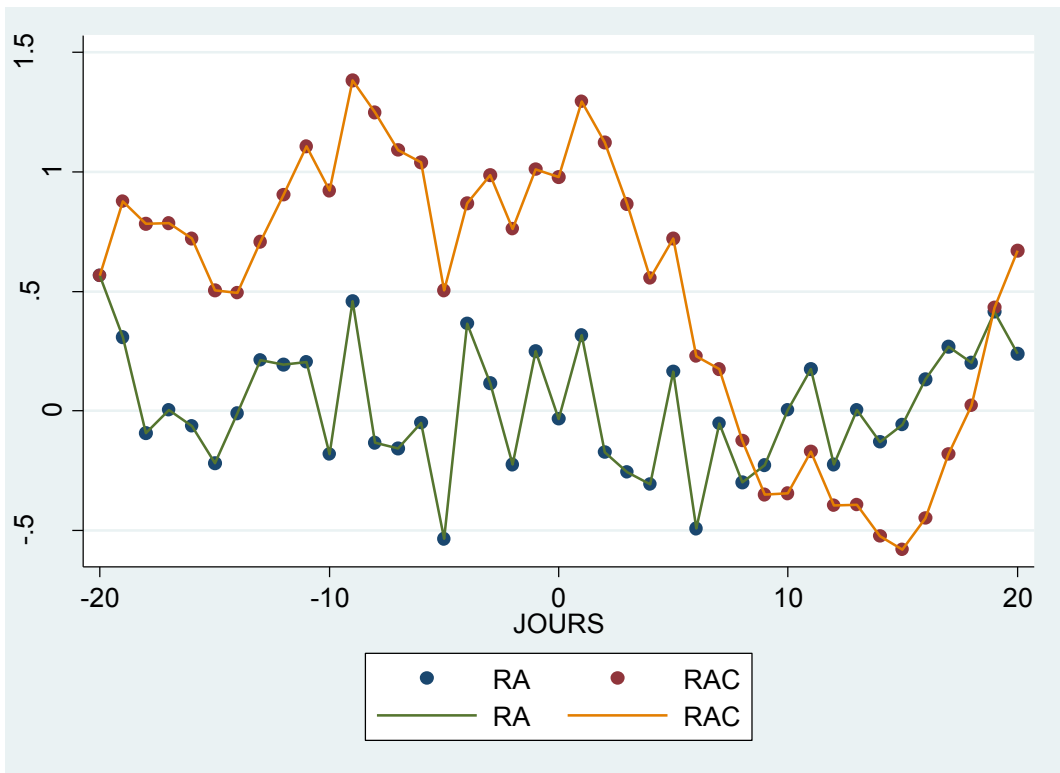
Graphs by s



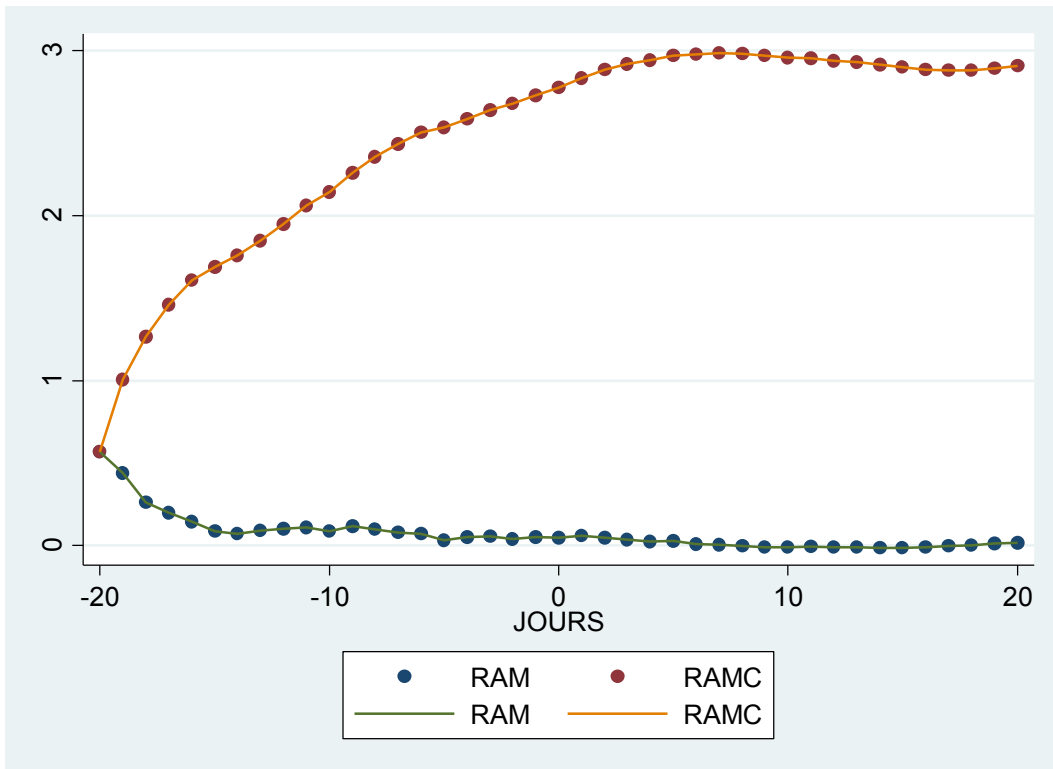
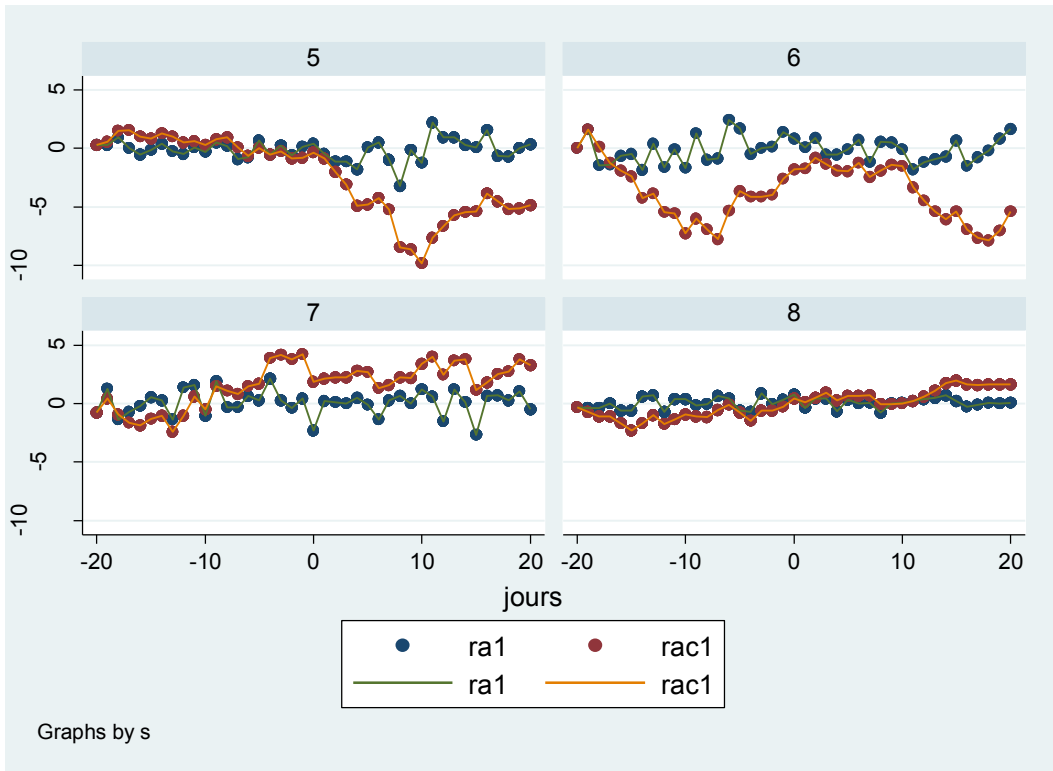


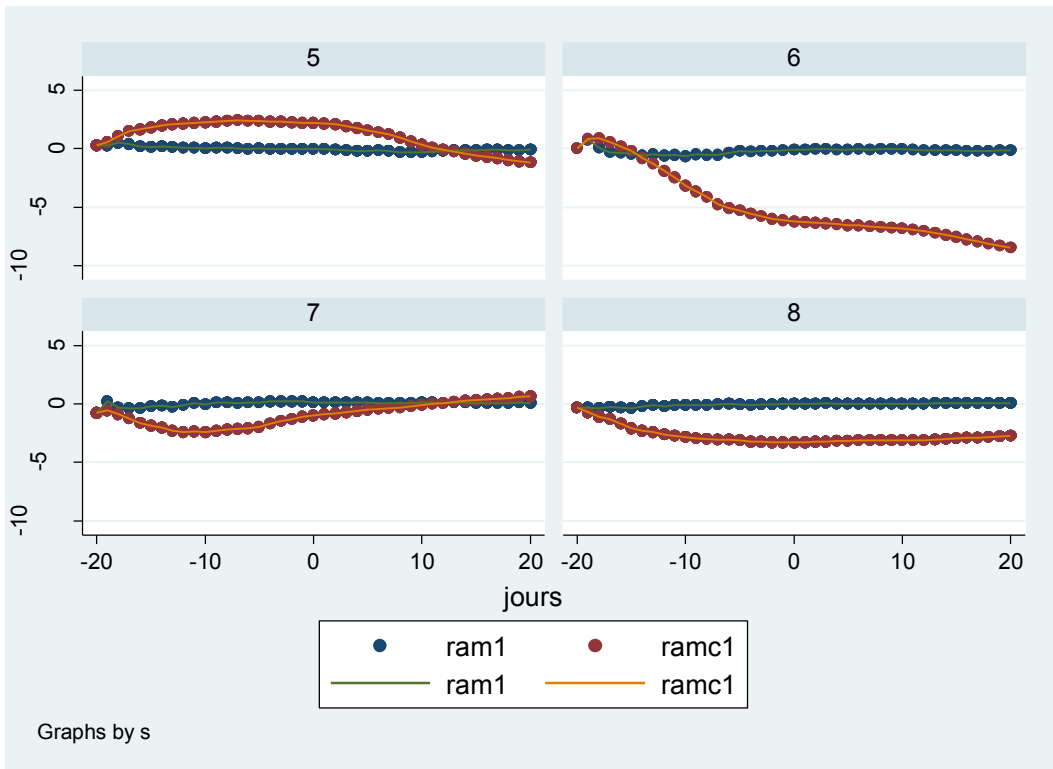
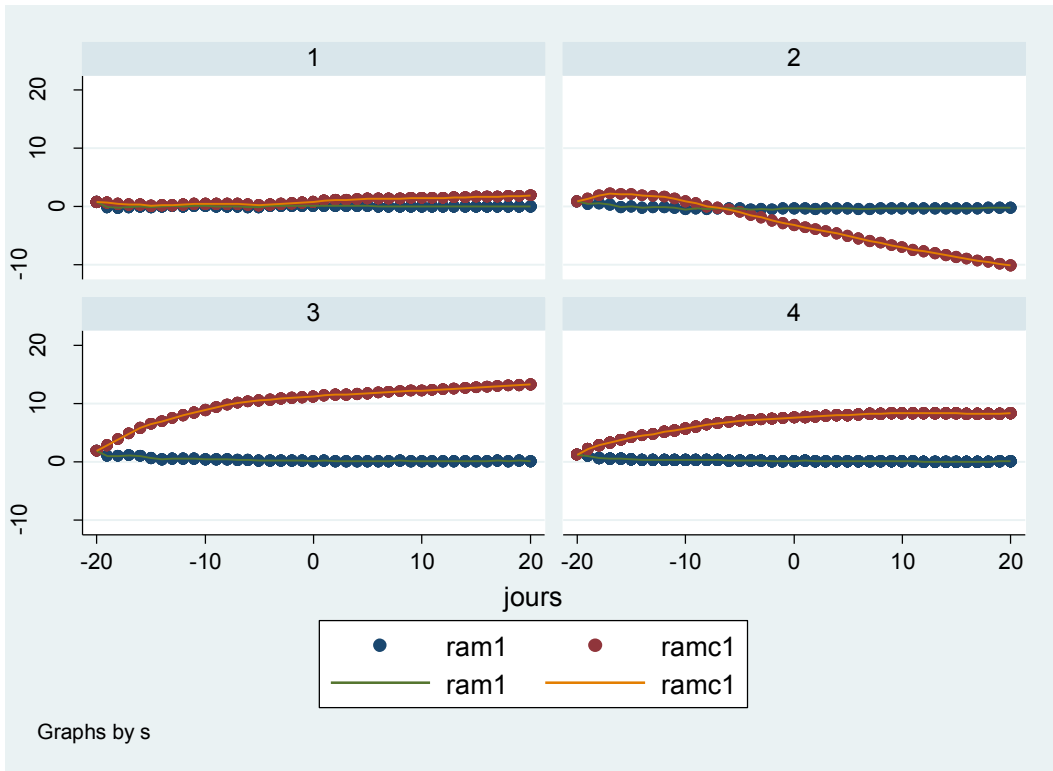
Annexe 5 : AS (Test de *Student* sur la fenêtre d'évènement [-20, +20])

JOURS	RA	RAC	TEST T (RA)	RAM	RAMC	TEST T (RAM)
-20	0,567	0,567	1,621	0,567	0,567	1,621
-19	0,309	0,875	1,188	0,438	1,004	1,935
-18	-0,093	0,783	-0,355	0,261	1,265	1,414
-17	0,004	0,787	0,018	0,197	1,462	1,313
-16	-0,065	0,722	-0,285	0,144	1,606	1,125
-15	-0,218	0,504	-1,071	0,084	1,690	0,747
-14	-0,009	0,495	-0,040	0,071	1,761	0,783
-13	0,213	0,708	0,682	0,088	1,849	1,018
-12	0,195	0,902	0,795	0,100	1,950	1,122
-11	0,204	1,106	0,926	0,111	2,060	1,343
-10	-0,183	0,923	-0,828	0,084	2,144	1,043
-9	0,459	1,382	1,452	0,115	2,259	1,490
-8	-0,134	1,248	-0,564	0,096	2,355	1,220
-7	-0,157	1,091	-0,634	0,078	2,433	1,077
-6	-0,050	1,041	-0,216	0,069	2,503	1,004
-5	-0,536	0,505	-1,914**	0,032	2,534	0,489
-4	0,365	0,869	1,111	0,051	2,585	0,775
-3	0,117	0,987	0,541	0,055	2,640	0,898
-2	-0,224	0,763	-0,942	0,040	2,680	0,701
-1	0,249	1,011	0,829	0,051	2,731	1,005
0	-0,034	0,978	-0,110	0,047	2,777	0,887
1	0,318	1,295	1,269	0,059	2,836	1,072
2	-0,173	1,122	-0,689	0,049	2,885	0,914
3	-0,257	0,865	-1,052	0,036	2,921	0,664
4	-0,309	0,556	-1,237	0,022	2,943	0,433
5	0,165	0,721	0,704	0,028	2,971	0,541
6	-0,493	0,227	-1,323	0,008	2,980	0,159
7	-0,053	0,175	-0,199	0,006	2,986	0,118
8	-0,299	-0,124	-0,787	-0,004	2,982	-0,082
9	-0,226	-0,350	-0,940	-0,012	2,970	-0,234
10	0,004	-0,346	0,016	-0,011	2,959	-0,234
11	0,174	-0,172	0,577	-0,005	2,953	-0,119
12	-0,225	-0,397	-0,741	-0,012	2,941	-0,283
13	0,004	-0,393	0,015	-0,012	2,930	-0,284
14	-0,132	-0,524	-0,462	-0,015	2,915	-0,357
15	-0,057	-0,582	-0,191	-0,016	2,899	-0,396
16	0,132	-0,449	0,508	-0,012	2,886	-0,302
17	0,268	-0,182	0,973	-0,005	2,882	-0,119
18	0,202	0,021	0,521	0,001	2,882	0,013
19	0,412	0,433	1,273	0,011	2,893	0,269
20	0,238	0,671	0,969	0,016	2,909	0,421



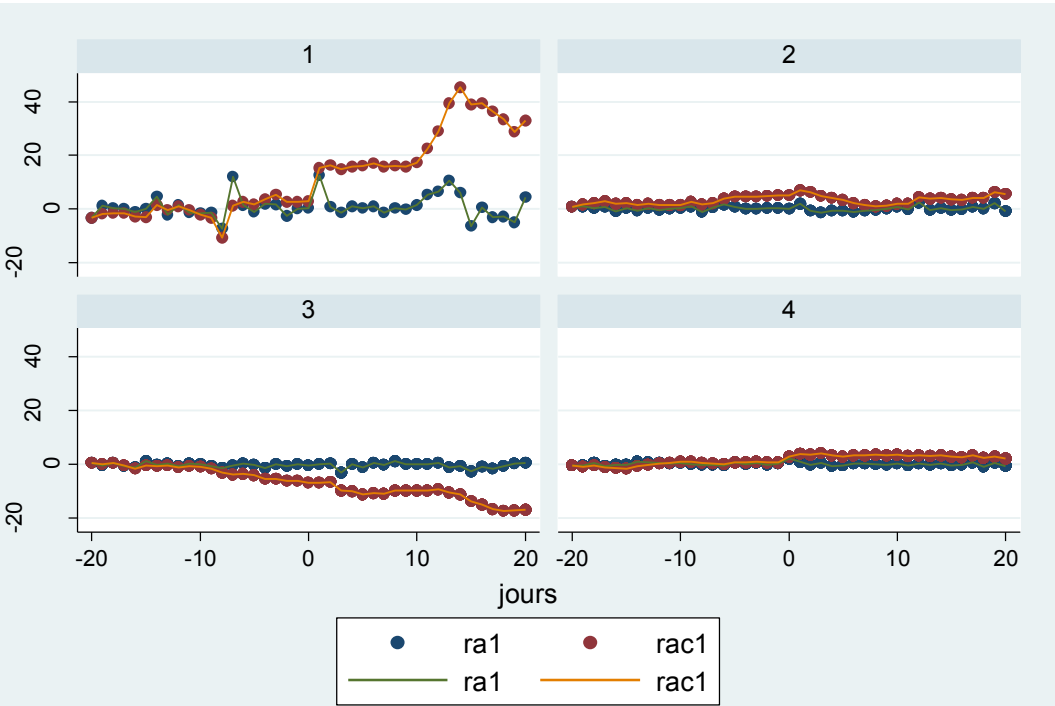
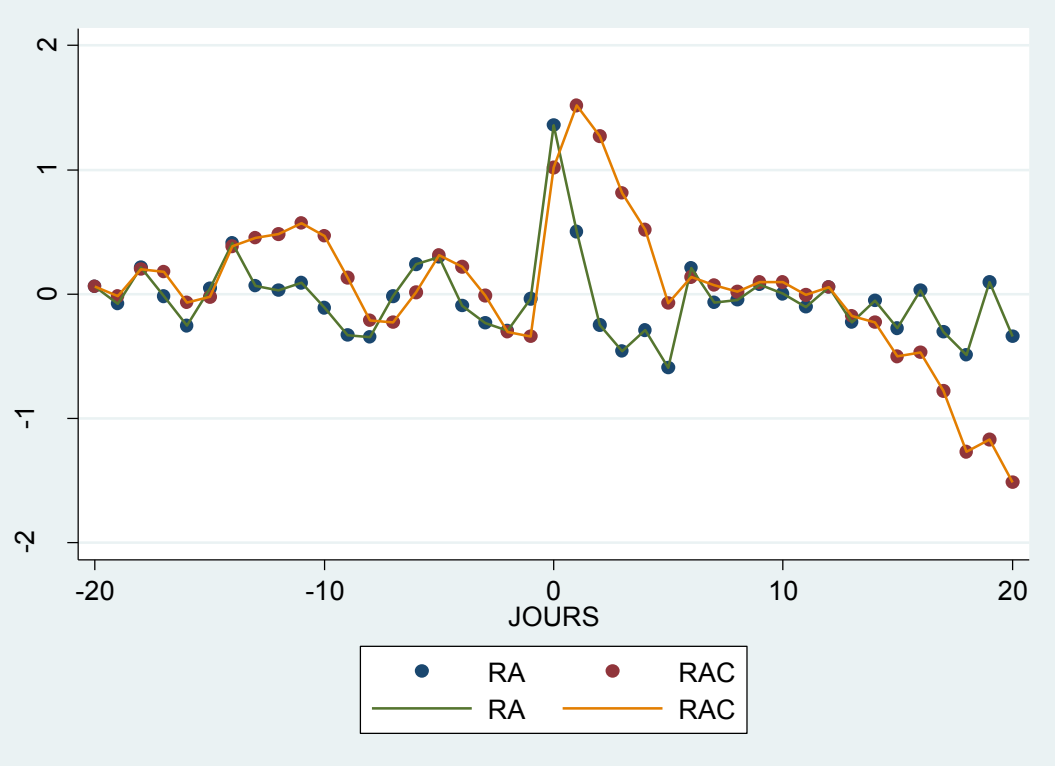
Graphs by s



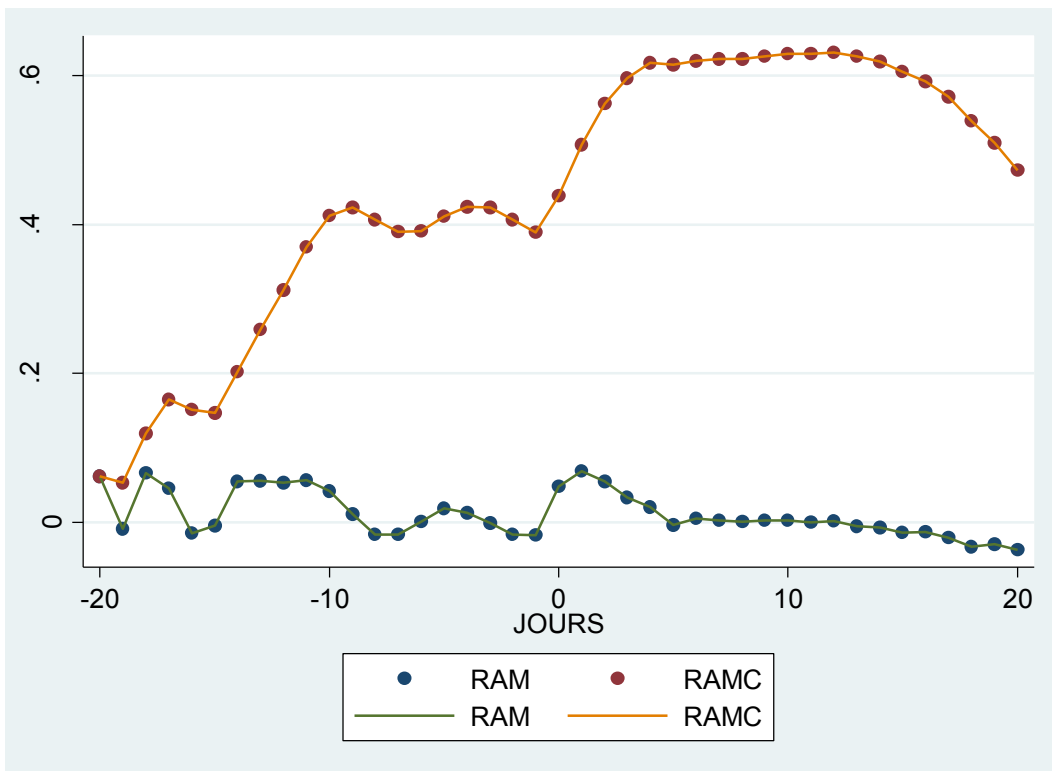
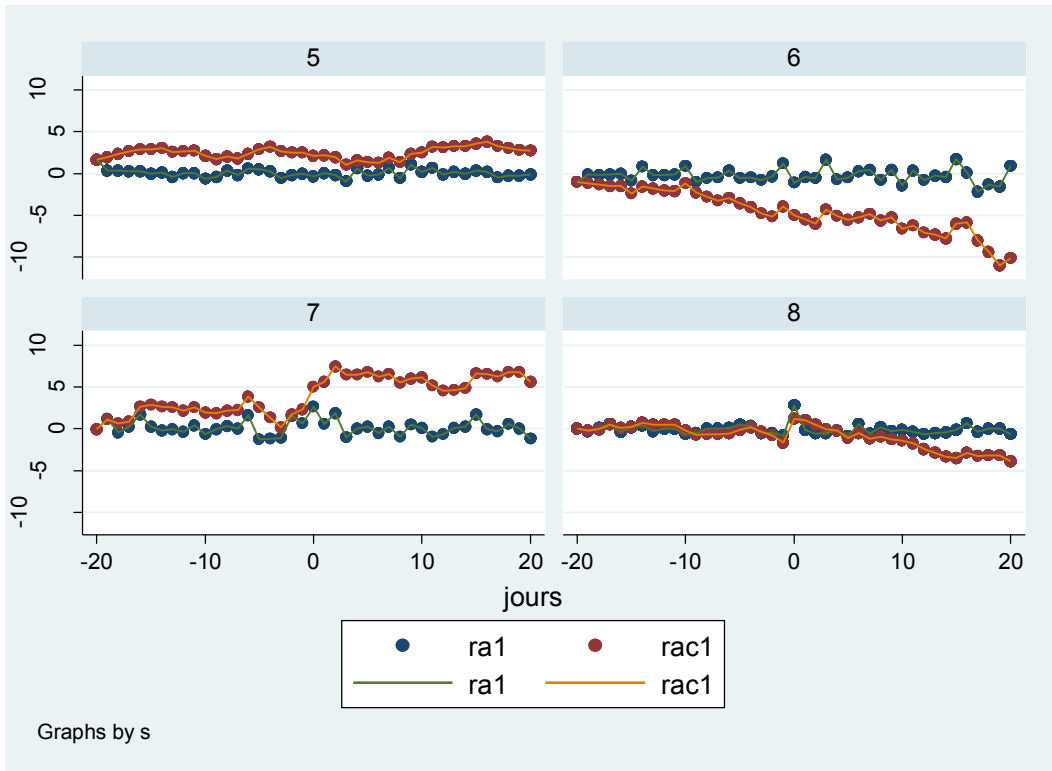


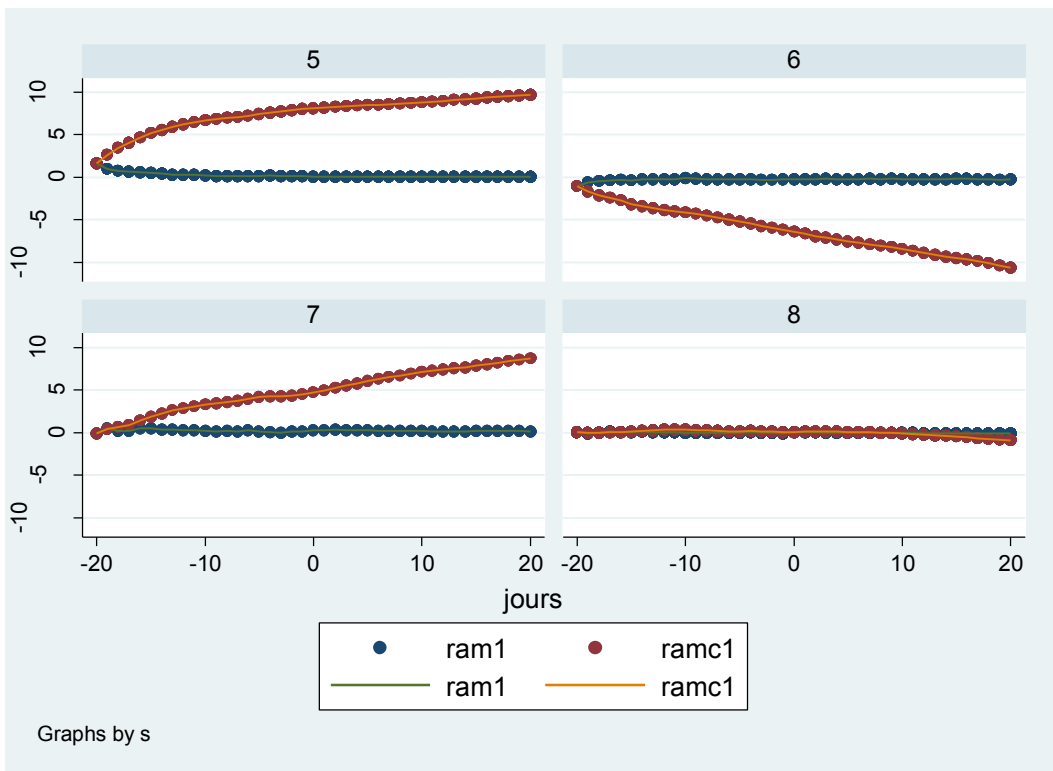
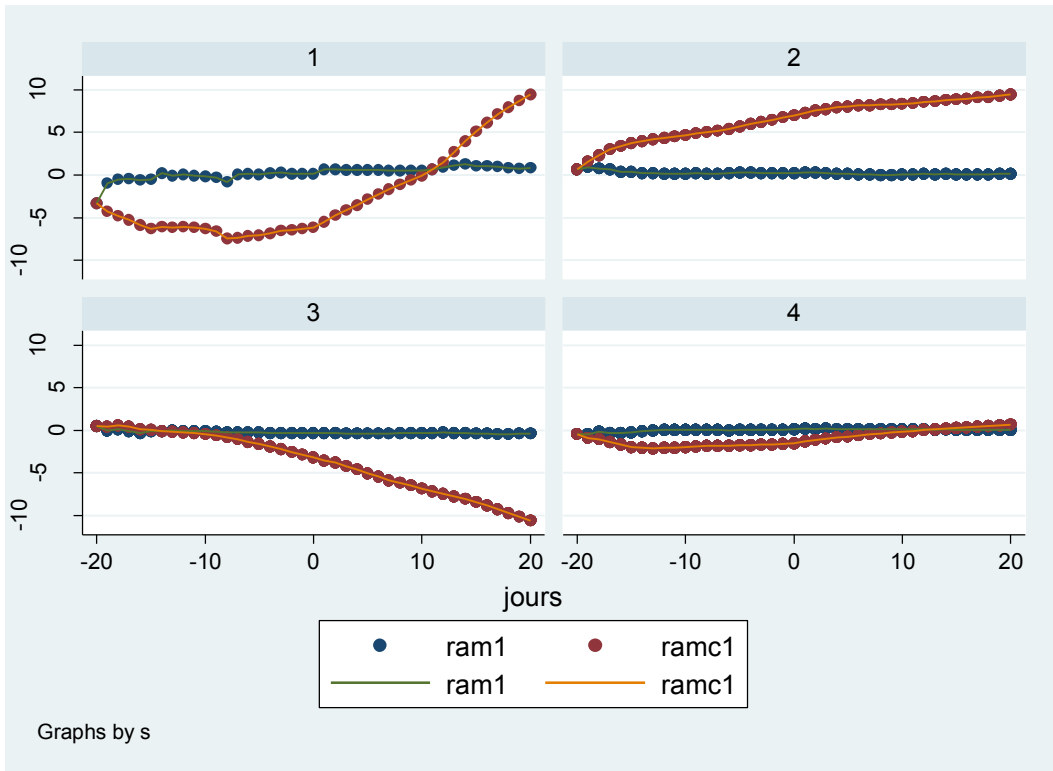
Annexe 6 : AS (Test de *Student* sur la fenêtre d'évènement [-20, +20])

JOURS	RA	RAC	TEST T (RA)	RAM	RAMC	TEST T (RAM)
-20	0,062	0,062	0,271	0,062	0,062	0,271
-19	-0,079	-0,017	-0,447	-0,008	0,053	-0,051
-18	0,215	0,198	0,891	0,066	0,120	0,483
-17	-0,017	0,182	-0,077	0,045	0,165	0,395
-16	-0,252	-0,070	-1,352	-0,014	0,151	-0,141
-15	0,046	-0,024	0,213	-0,004	0,147	-0,044
-14	0,410	0,386	1,877*	0,055	0,202	0,699
-13	0,065	0,451	0,241	0,056	0,259	0,767
-12	0,031	0,482	0,164	0,054	0,312	0,768
-11	0,092	0,573	0,473	0,057	0,369	0,842
-10	-0,108	0,466	-0,566	0,042	0,412	0,688
-9	-0,332	0,134	-1,690*	0,011	0,423	0,193
-8	-0,347	-0,213	-1,588*	-0,016	0,407	-0,275
-7	-0,016	-0,229	-0,068	-0,016	0,390	-0,291
-6	0,241	0,013	1,112	0,001	0,391	0,015
-5	0,300	0,312	0,984	0,020	0,411	0,357
-4	-0,092	0,220	-0,424	0,013	0,424	0,231
-3	-0,231	-0,011	-1,304	-0,001	0,423	-0,012
-2	-0,296	-0,307	-1,459	-0,016	0,407	-0,322
-1	-0,035	-0,342	-0,155	-0,017	0,390	-0,351
0	1,359	1,017	3,077*	0,048	0,438	0,910
1	0,502	1,519	1,601**	0,069	0,507	1,296
2	-0,250	1,269	-1,181	0,055	0,562	1,074
3	-0,458	0,811	-1,863**	0,034	0,596	0,654
4	-0,292	0,520	-1,198	0,021	0,617	0,418
5	-0,593	-0,073	-3,246*	-0,003	0,614	-0,058
6	0,211	0,138	1,078	0,005	0,619	0,108
7	-0,069	0,070	-0,260	0,002	0,622	0,056
8	-0,048	0,021	-0,231	0,001	0,622	0,018
9	0,076	0,097	0,438	0,003	0,626	0,079
10	0,002	0,099	0,009	0,003	0,629	0,081
11	-0,103	-0,004	-0,465	0,000	0,629	-0,003
12	0,058	0,054	0,256	0,002	0,630	0,042
13	-0,229	-0,175	-0,894	-0,005	0,625	-0,127
14	-0,050	-0,225	-0,242	-0,006	0,619	-0,158
15	-0,275	-0,500	-0,978	-0,014	0,605	-0,345
16	0,029	-0,472	0,120	-0,013	0,592	-0,319
17	-0,305	-0,777	-1,126	-0,020	0,572	-0,514
18	-0,491	-1,268	-2,122**	-0,033	0,539	-0,844
19	0,097	-1,171	0,409	-0,029	0,510	-0,766
20	-0,342	-1,514	-1,543*	-0,037	0,473	-0,993

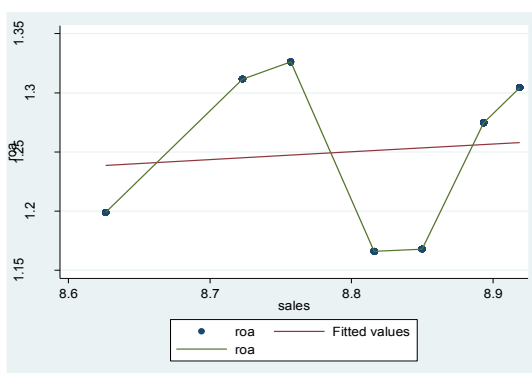
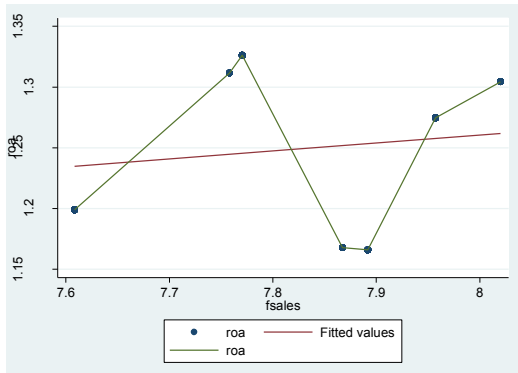
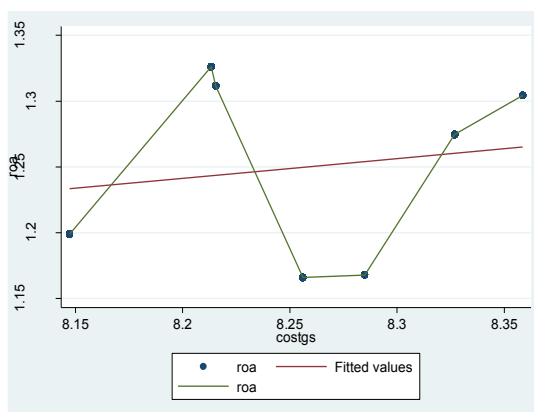
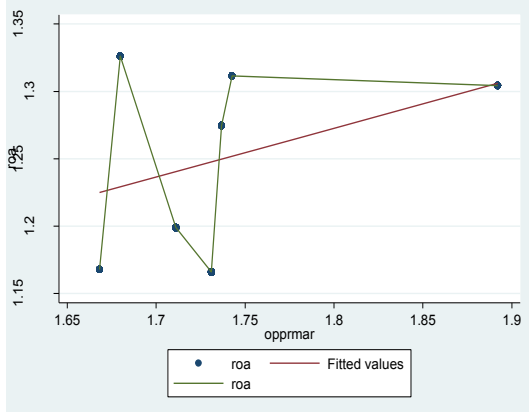
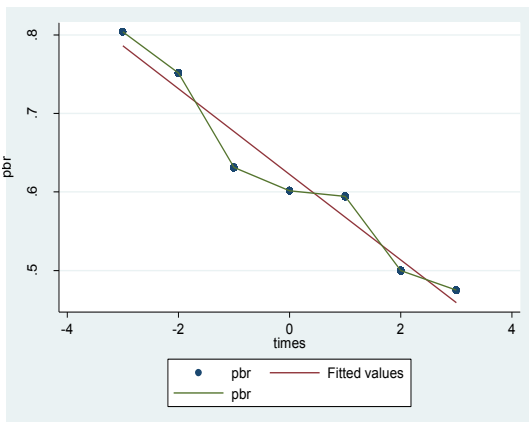
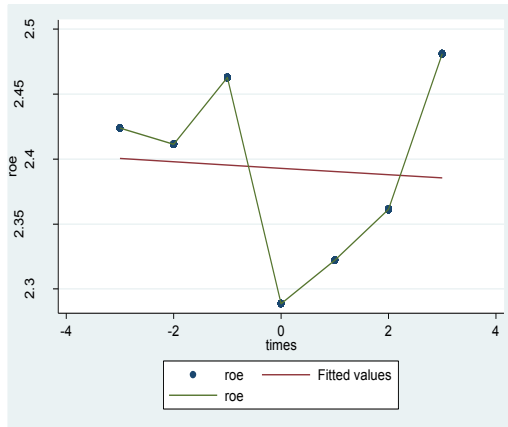
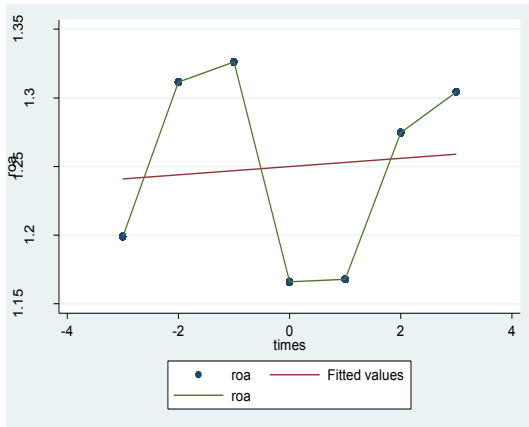


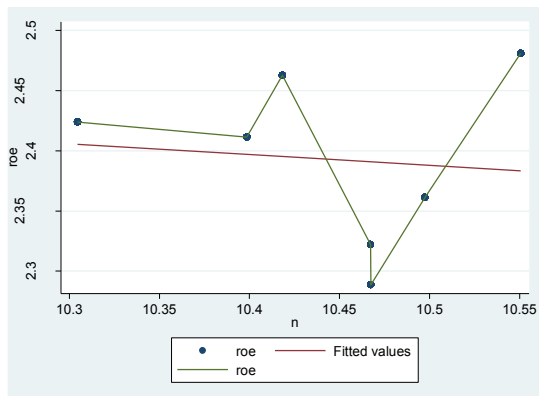
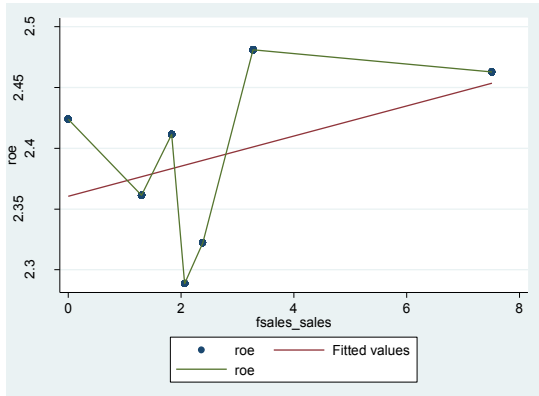
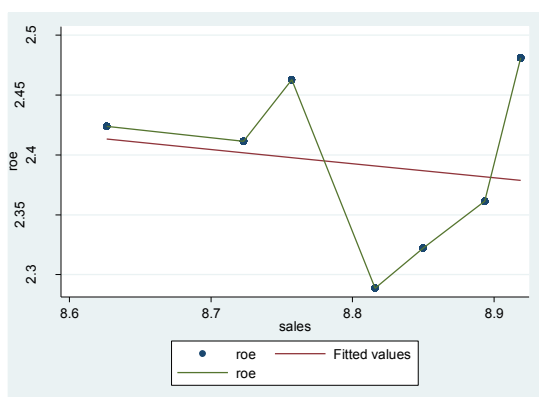
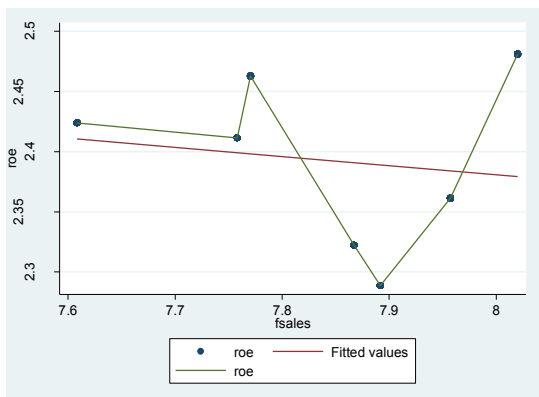
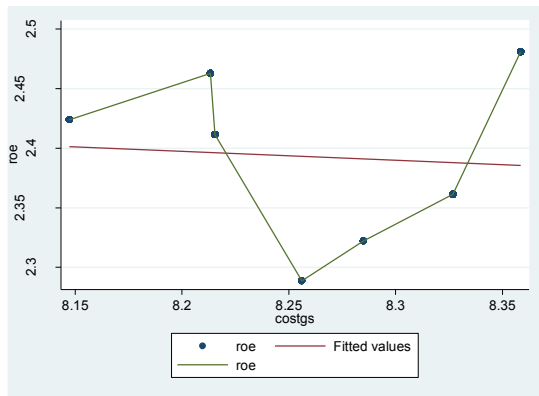
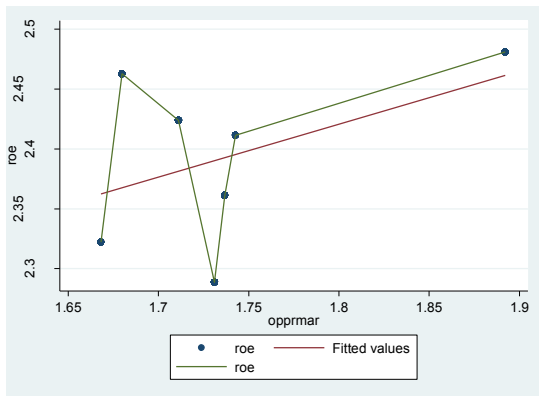
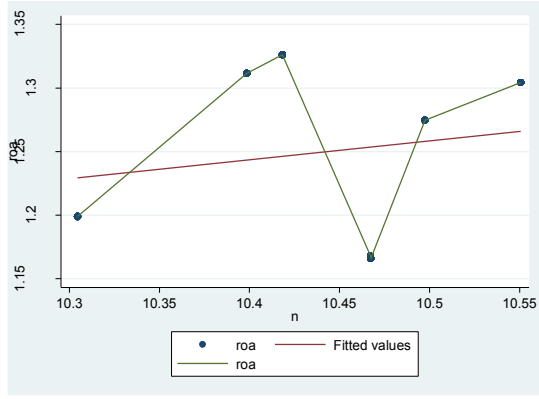
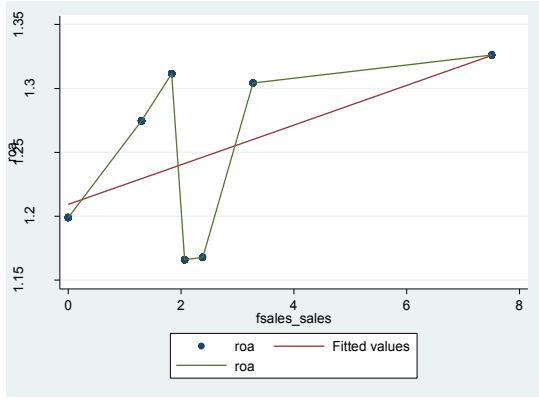
Graphs by s

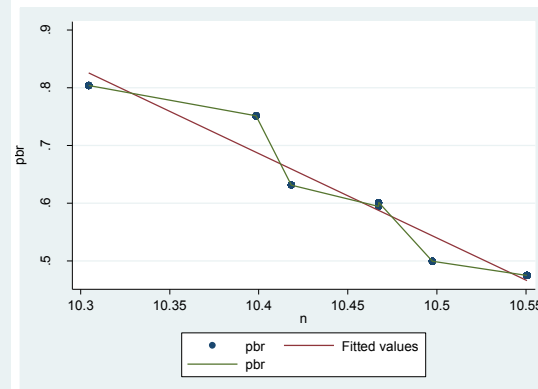
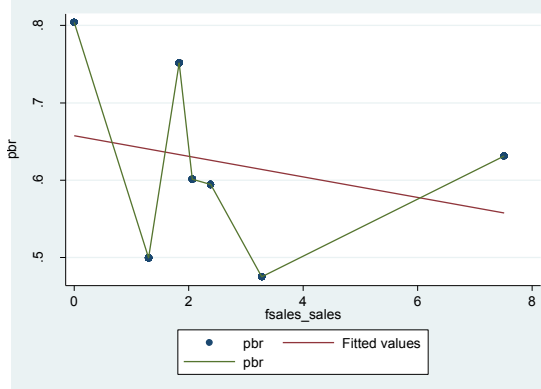
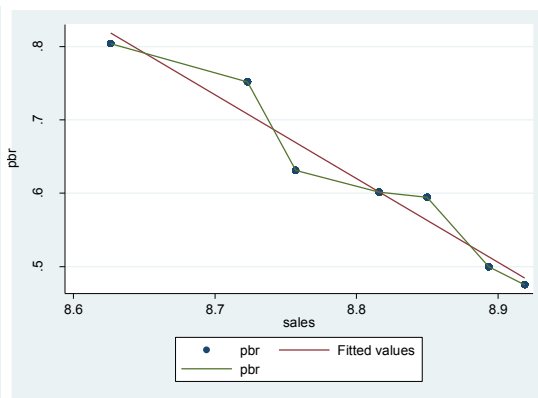
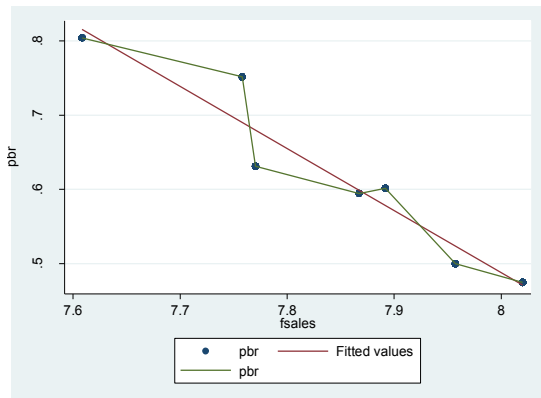
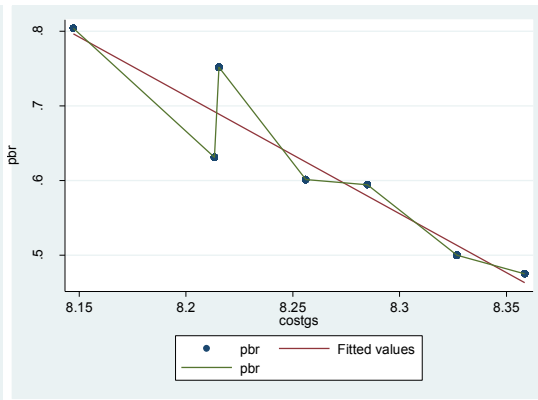
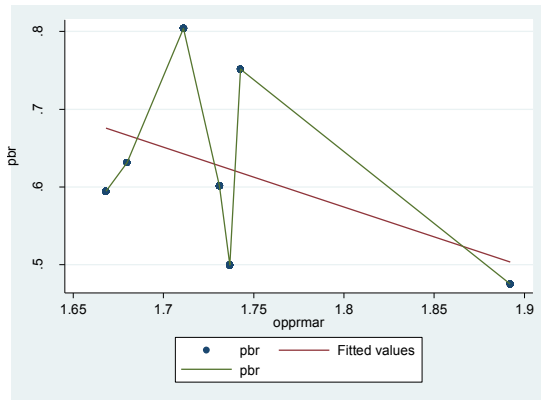




Annexe 7 : AS à LT (représentation des régressions en graphiques)







Annexe 8 : AS à LT régressions avec présence et absence et effet crise

```
by effectcrisis apas, sort : xtreg roa opprmar fsales sales fsales_sales n, fe
```

```
-> effectcrisis = 0, apas = 0
```

	roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
	opprmar	.3657372	.1038055	3.52	0.001	.1593441 .5721303
	fsales	-.1493391	.2370837	-0.63	0.530	-.620725 .3220469
	sales	1.16119	.5998624	1.94	0.056	-.0314975 2.353877
	fsales_sales	-.0002256	.0012444	-0.18	0.857	-.0026999 .0022486
	n	-1.041127	.4434358	-2.35	0.021	-1.922797 -.1594582
	_cons	2.452695	2.49318	0.98	0.328	-2.504416 7.409805
	sigma_u	1.5303383				
	sigma_e	.42333429				
	rho	.92891652				(fraction of variance due to u_i)

```
F test that all u_i=0: F(65, 85) = 6.91 Prob > F = 0.0000
```

-> effectcrisis = 0, apas = 1

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.4717032	.1334575	3.53	0.001	.206827 .7365795
fsales	-.1122939	.1962898	-0.57	0.569	-.5018748 .2772871
sales	1.458057	.6447644	2.26	0.026	.1783785 2.737736
fsales_sales	.0018673	.0022183	0.84	0.402	-.0025355 .0062701
n	-1.412418	.5017007	-2.82	0.006	-2.408155 -.4166811
_cons	3.061566	5.373852	0.57	0.570	-7.604042 13.72717
sigma_u	1.6284949				
sigma_e	.54302598				
rho	.89993555	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(47, 97) = 5.09 Prob > F = 0.0000

-> effectcrisis = 1, apas = 0
insufficient observations

-> effectcrisis = 1, apas = 1

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.4712092	.0878282	5.37	0.000	.2948868 .6475316
fsales	.3787588	.4615264	0.82	0.416	-.5477941 1.305312
sales	.4057986	.8103371	0.50	0.619	-1.221021 2.032618
fsales_sales	-.0037927	.0186643	-0.20	0.840	-.0412627 .0336774
n	-.0673584	.2241337	-0.30	0.765	-.5173257 .3826088
_cons	-5.491031	4.995462	-1.10	0.277	-15.51984 4.537777
sigma_u	1.7134774				
sigma_e	.45842089				
rho	.93320426	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(42, 51) = 4.80 Prob > F = 0.0000

. by effectcrisis apas, sort : xtreg roe opprmar fsales sales fsales_sales n, re

-> effectcrisis = 0, apas = 0

roe	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
opprmar	.3348755	.0773943	4.33	0.000	.1831855 .4865655
fsales	-.0211878	.0593473	-0.36	0.721	-.1375063 .0951307
sales	.1215816	.0912602	1.33	0.183	-.057285 .3004482
fsales_sales	.0008584	.0013045	0.66	0.511	-.0016983 .0034152
n	-.0930132	.1006627	-0.92	0.355	-.2903085 .1042821
_cons	1.893997	.6061431	3.12	0.002	.7059785 3.082016
sigma_u	.52276919				
sigma_e	.47858268				
rho	.5440411	(fraction of variance due to u_i)			

-> effectcrisis = 0, apas = 1

roe	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
opprmar	.4642574	.1005032	4.62	0.000	.2672747 .66124
fsales	-.0831581	.0839591	-0.99	0.322	-.2477149 .0813987
sales	.1084606	.1303462	0.83	0.405	-.1470132 .3639344
fsales_sales	.0018845	.00146	1.29	0.197	-.0009771 .0047461
n	-.0140799	.148132	-0.10	0.924	-.3044132 .2762535
_cons	1.291311	.917824	1.41	0.159	-.5075906 3.090213
sigma_u	.61648961				
sigma_e	.58271148				
rho	.52814487	(fraction of variance due to u_i)			

-> effectcrisis = 1, apas = 0

-> effectcrisis = 1, apas = 1

roe	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
opprmar	.1328474	.1082947	1.23	0.220	-.0794063 .3451011
fsales	.0724956	.0720167	1.01	0.314	-.0686545 .2136456
sales	.0617125	.120881	0.51	0.610	-.1752099 .2986348
fsales_sales	.0158968	.0136116	1.17	0.243	-.0107814 .042575
n	-.0830159	.1180766	-0.70	0.482	-.3144419 .1484101
_cons	1.9031	.8758428	2.17	0.030	.1864794 3.61972
sigma_u	.56496589				
sigma_e	.4808297				
rho	.57993448	(fraction of variance due to u_i)			

. by effectcrisis apas, sort : xtreg pbr opprmar fsales sales fsales_sales n, fe

-> effectcrisis = 0, apas = 0

pbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.1725888	.0669412	2.58	0.011	.0396937 .305484
fsales	.0155786	.1962717	0.08	0.937	-.3740699 .4052271
sales	-.5439983	.4496297	-1.21	0.229	-1.436626 .3486296
fsales_sales	.0007769	.001039	0.75	0.456	-.0012858 .0028395
n	.0954895	.2584415	0.37	0.713	-.4175817 .6085607
_cons	4.085817	1.751456	2.33	0.022	.6087378 7.562897
sigma_u	.92895688				
sigma_e	.35387523				
rho	.87327553	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(68, 95) = 6.37 Prob > F = 0.0000

-> effectcrisis = 0, apas = 1

pbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.2774599	.0571354	4.86	0.000	.1641709 .3907489
fsales	.028081	.0854375	0.33	0.743	-.1413258 .1974879
sales	-.2908336	.2768098	-1.05	0.296	-.8396963 .258029
fsales_sales	.001315	.0009885	1.33	0.186	-.000645 .003275
n	-.1518574	.1551102	-0.98	0.330	-.4594122 .1556974
_cons	4.177687	1.600484	2.61	0.010	1.004222 7.351151
sigma_u	.76828371				
sigma_e	.24908338				
rho	.90488686	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(48, 105) = 12.30 Prob > F = 0.0000

-> effectcrisis = 1, apas = 0

pbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	1.102287	.7587033	1.45	0.283	-2.16215 4.366724
fsales	-1.949199	8.56635	-0.23	0.841	-38.80723 34.90883
sales	1.134585	11.49886	0.10	0.930	-48.34101 50.61018
fsales_sales	.0696528	.2334234	0.30	0.794	-.9346871 1.073993
n	-.8323991	1.641237	-0.51	0.662	-7.894073 6.229275
_cons	12.8793	47.28624	0.27	0.811	-190.577 216.3356
sigma_u	5.1172787				
sigma_e	.27685044				
rho	.99708161	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(17, 2) = 2.85 Prob > F = 0.2913

-> effectcrisis = 1, apas = 1

pbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	-.0142025	.0602787	-0.24	0.815	-.1348199 .1064149
fsales	.0927311	.3267309	0.28	0.778	-.5610559 .7465181
sales	-.0613183	.5735651	-0.11	0.915	-1.209019 1.086383
fsales_sales	-.0206754	.0118499	-1.74	0.086	-.0443871 .0030362
n	.0495406	.1517371	0.33	0.745	-.2540846 .3531659
_cons	-.3089752	3.376746	-0.09	0.927	-7.065829 6.447878
sigma_u	.61967788				
sigma_e	.33755161				
rho	.77117588	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(43, 59) = 5.39 Prob > F = 0.0000

by effectcrisis apas, sort : xtreg pbr opprmar fsales sales fsales_sales n, fe

-> effectcrisis = 0, apas = 0

pbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.1725888	.0669412	2.58	0.011	.0396937 .305484
fsales	.0155786	.1962717	0.08	0.937	-.3740699 .4052271
sales	-.5439983	.4496297	-1.21	0.229	-1.436626 .3486296
fsales_sales	.0007769	.001039	0.75	0.456	-.0012858 .0028395
n	.0954895	.2584415	0.37	0.713	-.4175817 .6085607
_cons	4.085817	1.751456	2.33	0.022	.6087378 7.562897
sigma_u	.92895688				
sigma_e	.35387523				
rho	.87327553	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(68, 95) = 6.37 Prob > F = 0.0000

-> effectcrisis = 0, apas = 1

prbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.2774599	.0571354	4.86	0.000	.1641709 .3907489
fsales	.028081	.0854375	0.33	0.743	-.1413258 .1974879
sales	-.2908336	.2768098	-1.05	0.296	-.8396963 .258029
fsales_sales	.001315	.0009885	1.33	0.186	-.000645 .003275
n	-.1518574	.1551102	-0.98	0.330	-.4594122 .1556974
_cons	4.177687	1.600484	2.61	0.010	1.004222 7.351151
sigma_u	.76828371				
sigma_e	.24908338				
rho	.90488686	(fraction of variance due to u_i)			
F test that all u_i=0: F(48, 105) = 12.30 Prob > F = 0.0000					

-> effectcrisis = 1, apas = 0

prbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	1.102287	.7587033	1.45	0.283	-2.16215 4.366724
fsales	-1.949199	8.56635	-0.23	0.841	-38.80723 34.90883
sales	1.134585	11.49886	0.10	0.930	-48.34101 50.61018
fsales_sales	.0696528	.2334234	0.30	0.794	-.9346871 1.073993
n	-.8323991	1.641237	-0.51	0.662	-7.894073 6.229275
_cons	12.8793	47.28624	0.27	0.811	-190.577 216.3356
sigma_u	5.1172787				
sigma_e	.27685044				
rho	.99708161	(fraction of variance due to u_i)			
F test that all u_i=0: F(17, 2) = 2.85 Prob > F = 0.2913					

-> effectcrisis = 1, apas = 1

prbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	-.0142025	.0602787	-0.24	0.815	-.1348199 .1064149
fsales	.0927311	.3267309	0.28	0.778	-.5610559 .7465181
sales	-.0613183	.5735651	-0.11	0.915	-1.209019 1.086383
fsales_sales	-.0206754	.0118499	-1.74	0.086	-.0443871 .0030362
n	.0495406	.1517371	0.33	0.745	-.2540846 .3531659
_cons	-.3089752	3.376746	-0.09	0.927	-7.065829 6.447878
sigma_u	.61967788				
sigma_e	.33755161				
rho	.77117588	(fraction of variance due to u_i)			
F test that all u_i=0: F(43, 59) = 5.39 Prob > F = 0.0000					

Annexe 9 : AS à LT régressions avec présence et absence et par secteur

. by s apas, sort : xtreg roa opprmar fsales sales fsales_sales n, fe

-> s = 1, apas = 0

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	-.141971	.2283988	-0.62	0.554	-.6820483 .3981063
fsales	3.623081	3.0661	1.18	0.276	-3.627094 10.87326
sales	-2.408543	4.301486	-0.56	0.593	-12.57994 7.762856
fsales_sales	-.0074854	.0152289	-0.49	0.638	-.043496 .0285252
n	-1.941703	1.425203	-1.36	0.215	-5.311772 1.428367
_cons	13.79781	15.06387	0.92	0.390	-21.82257 49.4182
sigma_u	1.2974269				
sigma_e	.41547891				
rho	.90698902	(fraction of variance due to u_i)			
F test that all u_i=0: F(7, 7) = 1.30 Prob > F = 0.3677					

-> s = 1, apas = 1

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.0938955	.2009431	0.47	0.647	-.3370846 .5248756
fsales	-.0584979	.298896	-0.20	0.848	-.6995661 .5825703
sales	1.977378	1.20137	1.65	0.122	-.5993047 4.554061
fsales_sales	-.0097159	.0065665	-1.48	0.161	-.0237996 .0043679
n	-.0457008	.1586693	-0.29	0.778	-.3860126 .294611
_cons	-16.93933	10.51252	-1.61	0.129	-39.48645 5.607791
sigma_u	1.9906369				
sigma_e	.29779636				
rho	.97811017	(fraction of variance due to u_i)			
F test that all u_i=0: F(8, 14) = 2.61 Prob > F = 0.0557					

 -> s = 2, apas = 0
 insufficient observations

-> s = 2, apas = 1

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
opprmar	.9230198	2.093831	0.44	0.736	-25.68162	27.52766
fsales	-2.31473	4.307624	-0.54	0.686	-57.04828	52.41882
sales	4.315229	7.231551	0.60	0.657	-87.57034	96.2008
fsales_sales	.0163556	.0224576	0.73	0.599	-.2689947	.3017058
n	-2.408149	6.614546	-0.36	0.778	-86.45393	81.63763
_cons	6.389055	43.04728	0.15	0.906	-540.5785	553.3566
sigma_u	1.7211849					
sigma_e	.10774254					
rho	.9960968	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(2, 1) = 0.33 Prob > F = 0.7757
 -> s = 3, apas = 0

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
opprmar	.3071952	.3600123	0.85	0.442	-.6923592	1.30675
fsales	-.2384304	.3204921	-0.74	0.498	-1.128259	.6513983
sales	2.616053	1.676893	1.56	0.194	-2.039749	7.271855
fsales_sales	.0301515	.0245325	1.23	0.286	-.0379618	.0982648
n	-1.758053	1.233359	-1.43	0.227	-5.182408	1.666302
_cons	-1.699636	2.480153	-0.69	0.531	-8.585644	5.186373
sigma_u	1.8748449					
sigma_e	.26420604					
rho	.98052781	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(6, 4) = 13.73 Prob > F = 0.0121

-> s = 3, apas = 1

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
opprmar	.9696062	.3176448	3.05	0.011	.2704747	1.668738
fsales	-.0599899	1.091507	-0.05	0.957	-2.46238	2.342401
sales	.3540433	2.11524	0.17	0.870	-4.301568	5.009655
fsales_sales	.00264	.0040784	0.65	0.531	-.0063366	.0116165
n	.4161293	.8298657	0.50	0.626	-1.410393	2.242651
_cons	-7.29353	12.66138	-0.58	0.576	-35.16104	20.57398
sigma_u	1.2233148					
sigma_e	.42214583					
rho	.89358904	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(6, 11) = 2.49 Prob > F = 0.0904

-> s = 4, apas = 0

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
opprmar	1.407083	.2391711	5.88	0.000	.9163446	1.897822
fsales	.6481221	.4596464	1.41	0.170	-.2949944	1.591239
sales	-.5269077	1.183583	-0.45	0.660	-2.955419	1.901603
fsales_sales	-.0287378	.015526	-1.85	0.075	-.0605944	.0031189
n	-.970701	.8104996	-1.20	0.241	-2.633709	.6923069
_cons	7.849021	5.061451	1.55	0.133	-2.536219	18.23426
sigma_u	1.5202928					
sigma_e	.40944384					
rho	.93237245	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(20, 27) = 6.03 Prob > F = 0.0000

-> s = 4, apas = 1

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
opprmar	.6103731	.1236632	4.94	0.000	.3623362	.85841
fsales	-1.048276	.6214639	-1.69	0.098	-2.294775	.1982224
sales	3.918448	1.426151	2.75	0.008	1.057951	6.778944
fsales_sales	-.0057108	.0053504	-1.07	0.291	-.0164423	.0050207
n	-1.681421	.7182202	-2.34	0.023	-3.121988	-.2408535
_cons	-7.841113	8.9353	-0.88	0.384	-25.76305	10.08083
sigma_u	3.0964126					
sigma_e	.63705378					
rho	.95939029	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(24, 53) = 3.21 Prob > F = 0.0002

-> s = 5, apas = 0

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.7901025	.5244338	1.51	0.166	-.3962491 1.976454
fsales	.071573	.6305704	0.11	0.912	-1.354876 1.498022
sales	.3794338	1.244608	0.30	0.767	-2.436064 3.194932
fsales_sales	.0011971	.0157169	0.08	0.941	-.034357 .0367511
n	-.6214215	.8539493	-0.73	0.485	-2.553189 1.310346
_cons	.3277373	4.911363	0.07	0.948	-10.78254 11.43801
sigma_u	1.2148789				
sigma_e	.46081311				
rho	.87422181	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(6, 9) = 0.37 Prob > F = 0.8784

-> s = 5, apas = 1

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	-.0368932	.0663889	-0.56	0.587	-.1792832 .1054967
fsales	.0406676	.155377	0.26	0.797	-.2925829 .3739181
sales	.3812832	.4471685	0.85	0.408	-.5777978 1.340364
fsales_sales	.0098136	.0055491	1.77	0.099	-.002088 .0217151
n	-.8980243	.4572791	-1.96	0.070	-1.87879 .0827417
_cons	4.892369	4.461634	1.10	0.291	-4.676885 14.46162
sigma_u	1.6361807				
sigma_e	.20699476				
rho	.98424711	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(6, 14) = 18.38 Prob > F = 0.0000

-> s = 6, apas = 0
insufficient observations

-> s = 6, apas = 1

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.092722	.1185126	0.78	0.491	-.2844379 .4698818
fsales	-.394719	1.298597	-0.30	0.781	-4.527433 3.737995
sales	3.146755	1.417182	2.22	0.113	-1.36335 7.65686
fsales_sales	.0059524	.0018804	3.17	0.051	-.0000321 .0119368
n	-2.389264	1.337024	-1.79	0.172	-6.64427 1.865741
_cons	1.380532	9.772121	0.14	0.897	-29.71872 32.47978
sigma_u	.97780076				
sigma_e	.09894053				
rho	.989865	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(2, 3) = 5.83 Prob > F = 0.0926

-> s = 7, apas = 0

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	3.053997	.9637493	3.17	0.034	.3782001 5.729794
fsales	-.8451839	.6615108	-1.28	0.270	-2.681832 .9914644
sales	-1.088576	.9705442	-1.12	0.325	-3.783238 1.606087
fsales_sales	.112411	.0922299	1.22	0.290	-.1436604 .3684823
n	3.041269	1.922804	1.58	0.189	-2.29729 8.379829
_cons	-22.81041	12.57183	-1.81	0.144	-57.7154 12.09458
sigma_u	4.5494633				
sigma_e	.12988803				
rho	.99918555	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(4, 4) = 1.83 Prob > F = 0.2863

-> s = 7, apas = 1

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	1.729011	2.212334	0.78	0.457	-3.372639 6.830662
fsales	3.262872	2.259558	1.44	0.187	-1.947677 8.473422
sales	-2.916661	9.006058	-0.32	0.754	-23.68467 17.85135
fsales_sales	-.0664535	.0429589	-1.55	0.160	-.165517 .03261
n	4.14455	6.5297	0.63	0.543	-10.91296 19.20206
_cons	-41.62953	43.29678	-0.96	0.364	-141.4721 58.21303
sigma_u	15.512334				
sigma_e	.52163642				
rho	.99887049	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(4, 8) = 0.75 Prob > F = 0.5857

-> s = 8, apas = 0

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.2299227	.2626674	0.88	0.391	-.3163241 .7761695
fsales	-.710974	.5799258	-1.23	0.234	-1.916996 .4950476
sales	3.345184	1.682538	1.99	0.060	-.1538453 6.844214
fsales_sales	-.0008667	.0014107	-0.61	0.546	-.0038004 .002067
n	-1.360394	.9134484	-1.49	0.151	-3.260014 .5392257
_cons	-7.65382	8.595459	-0.89	0.383	-25.52906 10.22142
sigma_u	3.3880464				
sigma_e	.40549678				
rho	.9858779	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(13, 21) = 0.83 Prob > F = 0.6241

-> s = 8, apas = 1

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	1.343021	.2770069	4.85	0.000	.7787766 1.907266
fsales	1.383312	.4047538	3.42	0.002	.5588558 2.207769
sales	-.8168272	.8133812	-1.00	0.323	-2.473631 .8399762
fsales_sales	.0012441	.0012328	1.01	0.320	-.0012669 .0037552
n	-1.070759	.7902974	-1.35	0.185	-2.680543 .5390238
_cons	6.32717	6.188743	1.02	0.314	-6.278887 18.93323
sigma_u	1.730307				
sigma_e	.3640311				
rho	.95761412	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(13, 32) = 2.91 Prob > F = 0.0070

. by s apas, sort : xtreg roe opprmar fsales sales fsales_sales n, re

-> s = 1, apas = 0

roe	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
opprmar	-.1413096	.2017666	-0.70	0.484	-.5367648 .2541456
fsales	1.446354	.3965291	3.65	0.000	.6691708 2.223536
sales	-1.789019	.636602	-2.81	0.005	-3.036736 -.5413021
fsales_sales	-.0089356	.0140481	-0.64	0.525	-.0364694 .0185982
n	.3651907	.5559222	0.66	0.511	-.7243967 1.454778
_cons	2.725899	2.141059	1.27	0.203	-1.4705 6.922297
sigma_u	.19271483				
sigma_e	.34847769				
rho	.23420364	(fraction of variance due to u_i)			

-> s = 1, apas = 1

roe	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
opprmar	.2923096	.2307743	1.27	0.205	-.1599997 .7446189
fsales	.3715069	.2889152	1.29	0.198	-.1947564 .9377703
sales	-.2431424	.3446462	-0.71	0.481	-.9186365 .4323517
fsales_sales	-.0071444	.0077457	-0.92	0.356	-.0223256 .0080368
n	-.0108115	.1749801	-0.06	0.951	-.3537662 .3321432
_cons	1.375162	1.774059	0.78	0.438	-2.101931 4.852254
sigma_u	.33372555				
sigma_e	.32632574				
rho	.51120956	(fraction of variance due to u_i)			

-> s = 2, apas = 0

-> s = 2, apas = 1

roe	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
opprmar	-.4167545	2.05416	-0.20	0.839	-4.442834 3.609325
fsales	.794867	2.958628	0.27	0.788	-5.003937 6.593672
sales	-.748052	5.457738	-0.14	0.891	-11.44502 9.948917
fsales_sales	.0061894	.0258791	0.24	0.811	-.0445327 .0569115
n	.3717708	6.853992	0.05	0.957	-13.06181 13.80535
_cons	-.2910453	49.2297	-0.01	0.995	-96.77949 96.1974
sigma_u	0				
sigma_e	.05369747				
rho	0	(fraction of variance due to u_i)			

-> s = 3, apas = 0

roe	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
opprmar	1.06943	.3044394	3.51	0.000	.4727395	1.66612
fsales	-.3833969	.4251696	-0.90	0.367	-1.216714	.4499203
sales	.2863944	.8912955	0.32	0.748	-1.460513	2.033302
fsales_sales	.0607441	.0327714	1.85	0.064	-.0034866	.1249748
n	-.286262	.7029582	-0.41	0.684	-1.664035	1.091511
_cons	4.801471	2.451571	1.96	0.050	-.0035195	9.606462
sigma_u	.37274993					
sigma_e	.28975665					
rho	.62333611	(fraction of variance due to u_i)				

-> s = 3, apas = 1

roe	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
opprmar	.3899219	.2036828	1.91	0.056	-.0092891	.7891328
fsales	-.26824	.7200111	-0.37	0.709	-1.679436	1.142956
sales	.1768895	1.115965	0.16	0.874	-2.010361	2.36414
fsales_sales	.00271	.00379	0.72	0.475	-.0047182	.0101382
n	-.0538178	.5795822	-0.09	0.926	-1.189778	1.082142
_cons	3.003571	2.395889	1.25	0.210	-1.692285	7.699428
sigma_u	0					
sigma_e	.40379003					
rho	0	(fraction of variance due to u_i)				

-> s = 4, apas = 0

roe	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
opprmar	.7909764	.2121814	3.73	0.000	.3751085	1.206844
fsales	-.0363985	.1501837	-0.24	0.809	-.3307532	.2579562
sales	.1899988	.3688636	0.52	0.606	-.5329606	.9129583
fsales_sales	-.0153706	.0197836	-0.78	0.437	-.0541458	.0234046
n	-.1821167	.5229909	-0.35	0.728	-1.20716	.8429265
_cons	1.438591	2.149024	0.67	0.503	-2.773418	5.650601
sigma_u	.62991531					
sigma_e	.52906365					
rho	.58636373	(fraction of variance due to u_i)				

-> s = 4, apas = 1

roe	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
opprmar	.4114844	.1245105	3.30	0.001	.1674483	.6555204
fsales	-.1699953	.1111174	-1.53	0.126	-.3877814	.0477908
sales	-.0901733	.2327895	-0.39	0.698	-.5464323	.3660857
fsales_sales	.0010447	.002672	0.39	0.696	-.0041924	.0062819
n	.2533688	.3326626	0.76	0.446	-.398638	.9053755
_cons	1.031058	1.618791	0.64	0.524	-2.141713	4.20383
sigma_u	.61579849					
sigma_e	.53919273					
rho	.56603534	(fraction of variance due to u_i)				

-> s = 5, apas = 0

roe	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
opprmar	.1520167	.2338409	0.65	0.516	-.3063031	.6103366
fsales	-.0053716	.0739934	-0.07	0.942	-.150396	.1396528
sales	.0537004	.2865571	0.19	0.851	-.5079411	.615342
fsales_sales	.0056503	.0163145	0.35	0.729	-.0263255	.0376261
n	-.0372031	.1501399	-0.25	0.804	-.3314718	.2570656
_cons	2.116025	1.518523	1.39	0.163	-.8602256	5.092276
sigma_u	0					
sigma_e	.59717612					
rho	0	(fraction of variance due to u_i)				

-> s = 5, apas = 1

roe	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
opprmar	.2287454	.1628081	1.40	0.160	-.0903527	.5478435
fsales	-.002651	.100318	-0.03	0.979	-.1992706	.1939686
sales	.4896364	.2937085	1.67	0.095	-.0860217	1.065295
fsales_sales	.0124127	.0146593	0.85	0.397	-.016319	.0411444
n	-.2563945	.1217959	-2.11	0.035	-.49511	-.0176789
_cons	-.550958	1.846036	-0.30	0.765	-4.169121	3.067205
sigma_u	0					
sigma_e	.54004865					
rho	0	(fraction of variance due to u_i)				

-> s = 6, apas = 0

-> s = 6, apas = 1

roe	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
opprmar	.3800438	.1629574	2.33	0.020	.0606533	.6994344
fsales	.8951832	.7031799	1.27	0.203	-.4830241	2.273391
sales	1.862277	.908659	2.05	0.040	.0813385	3.643216
fsales_sales	.0424989	.0024892	17.07	0.000	.0376202	.0473775
n	-1.990512	.9852931	-2.02	0.043	-3.921651	-.0593729
_cons	-1.459531	9.011362	-0.16	0.871	-19.12148	16.20241
sigma_u	0					
sigma_e	.19073159					
rho	0				(fraction of variance due to u_i)	

-> s = 7, apas = 0

roe	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
opprmar	1.341315	.4163705	3.22	0.001	.5252434	2.157386
fsales	.1785903	.2816483	0.63	0.526	-.3734303	.7306108
sales	.7522223	.6260829	1.20	0.230	-.4748776	1.979322
fsales_sales	-.0063453	.073386	-0.09	0.931	-.1501792	.1374886
n	-.7433766	.2756887	-2.70	0.007	-1.283717	-.2030367
_cons	.1782048	2.656313	0.07	0.947	-5.028074	5.384483
sigma_u	0					
sigma_e	.17716367					
rho	0				(fraction of variance due to u_i)	

-> s = 7, apas = 1

roe	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
opprmar	.5740995	.287985	1.99	0.046	-.0096593	1.13854
fsales	-1.250021	1.034298	-1.21	0.227	-3.277207	.7771663
sales	2.469742	2.820984	0.88	0.381	-3.059285	7.998769
fsales_sales	.0252138	.0186035	1.36	0.175	-.0112485	.061676
n	.3778135	.4658907	0.81	0.417	-.5353155	1.290943
_cons	-14.93742	12.03196	-1.24	0.214	-38.51963	8.64479
sigma_u	0					
sigma_e	.2157877					
rho	0				(fraction of variance due to u_i)	

-> s = 8, apas = 0

roe	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
opprmar	-.0183337	.1738361	-0.11	0.916	-.3590462	.3223787
fsales	-.2712179	.2449893	-1.11	0.268	-.7513881	.2089524
sales	.2942473	.2407936	1.22	0.222	-.1776995	.7661942
fsales_sales	.0010002	.001323	0.76	0.450	-.0015929	.0035934
n	-.0427441	.1299267	-0.33	0.742	-.2973957	.2119076
_cons	2.454061	.8911774	2.75	0.006	.707385	4.200736
sigma_u	.16206077					
sigma_e	.51141305					
rho	.09125453				(fraction of variance due to u_i)	

-> s = 8, apas = 1

roe	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
opprmar	.4437379	.2054954	2.16	0.031	.0409744	.8465015
fsales	-.8581279	.3982705	-2.15	0.031	-1.638724	-.077532
sales	.748175	.3899712	1.92	0.055	-.0161546	1.512504
fsales_sales	.001025	.0019615	0.52	0.601	-.0028194	.0048694
n	.1553526	.1769762	0.88	0.380	-.1915145	.5022197
_cons	.0635525	1.273259	0.05	0.960	-2.431989	2.559094
sigma_u	.21358283					
sigma_e	.68079131					
rho	.08960543				(fraction of variance due to u_i)	

. by s apas, sort : xtreg pbr opprmar fsales sales fsales_sales n, fe

-> s = 1, apas = 0

pbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
opprmar	.1742997	.0921851	1.89	0.088	-.0311015	.3797009
fsales	-2.429965	1.234403	-1.97	0.077	-5.180386	.3204565
sales	3.249731	1.770457	1.84	0.096	-.6950938	7.194556
fsales_sales	.0027612	.0067224	0.41	0.690	-.0122173	.0177397
n	-.0359872	.5802924	-0.06	0.952	-1.328959	1.256985
_cons	-8.826682	5.55908	-1.59	0.143	-21.21308	3.55972
sigma_u	1.720874					
sigma_e	.18525309					
rho	.98854411	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(8, 10) = 1.84 Prob > F = 0.1807

-> s = 1, apas = 1

pbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
opprmar	.2157851	.1765369	1.22	0.237	-.1551053	.5866754
fsales	-.0659682	.306057	-0.22	0.832	-.7089701	.5770336
sales	.1057193	1.056035	0.10	0.921	-2.112928	2.324366
fsales_sales	-.0046183	.0067838	-0.68	0.505	-.0188705	.0096338
n	-.1001725	.1695811	-0.59	0.562	-.4564492	.2561041
_cons	.6068538	8.707873	0.07	0.945	-17.68771	18.90142
sigma_u	.39588155					
sigma_e	.32132661					
rho	.60284031	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(8, 18) = 2.45 Prob > F = 0.0543

-> s = 2, apas = 0
insufficient observations

-> s = 2, apas = 1

pbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
opprmar	-2.325505	2.425657	-0.96	0.513	-33.1464	28.4954
fsales	3.141538	4.990289	0.63	0.642	-60.2661	66.54918
sales	-5.00505	8.377596	-0.60	0.657	-111.4525	101.4424
fsales_sales	.0149512	.0260166	0.57	0.668	-.3156209	.3455234
n	-2.423671	7.662809	-0.32	0.805	-99.78889	94.94155
_cons	51.4933	49.86935	1.03	0.490	-582.1568	685.1434
sigma_u	10.234686					
sigma_e	.1248174					
rho	.99985129	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(2, 1) = 2.30 Prob > F = 0.4226

-> s = 3, apas = 0

pbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
opprmar	.0308253	.5227654	0.06	0.956	-1.420604	1.482255
fsales	.8444653	.465379	1.81	0.144	-.4476339	2.136564
sales	-6.848297	2.434977	-2.81	0.048	-13.60888	-.0877174
fsales_sales	.0105774	.0356231	0.30	0.781	-.0883283	.109483
n	4.329514	1.790932	2.42	0.073	-.6429107	9.301939
_cons	8.163935	3.601372	2.27	0.086	-1.835075	18.16295
sigma_u	2.7408761					
sigma_e	.38364735					
rho	.98078417	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(6, 4) = 2.62 Prob > F = 0.1854

-> s = 3, apas = 1

pbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
opprmar	.2687267	.1770895	1.52	0.153	-.1138518	.6513052
fsales	-.0387478	.845504	-0.05	0.964	-1.865348	1.787852
sales	-1.371606	1.625938	-0.84	0.414	-4.884231	2.141018
fsales_sales	.000535	.0032042	0.17	0.870	-.0063873	.0074573
n	-.2623857	.5674331	-0.46	0.651	-1.48825	.9634791
_cons	15.63568	9.608952	1.63	0.128	-5.123203	36.39455
sigma_u	1.9206112					
sigma_e	.3333155					
rho	.97076218	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(6, 13) = 1.88 Prob > F = 0.1608

-> s = 4, apas = 0

pbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.2096759	.1391086	1.51	0.141	-.0730269 .4923787
fsales	.1710718	.4279107	0.40	0.692	-.6985474 1.040691
sales	-1.390948	1.012514	-1.37	0.179	-3.448623 .6667275
fsales_sales	-.0348968	.0138322	-2.52	0.016	-.0630071 -.0067865
n	.256228	.408901	0.63	0.535	-.5747588 1.087215
_cons	8.21443	3.484357	2.36	0.024	1.133365 15.29549
sigma_u	1.8470919				
sigma_e	.41566984				
rho	.95179802	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(22, 34) = 5.45 Prob > F = 0.0000

-> s = 4, apas = 1

pbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.0840939	.0643561	1.31	0.196	-.0445941 .2127818
fsales	-.3038374	.2967773	-1.02	0.310	-.8972804 .2896055
sales	.0500492	.6974608	0.07	0.943	-1.34461 1.444708
fsales_sales	-.0002765	.0025486	-0.11	0.914	-.0053727 .0048198
n	-.0764353	.2556183	-0.30	0.766	-.5875757 .4347051
_cons	3.195546	2.861291	1.12	0.268	-2.525959 8.917051
sigma_u	.77386384				
sigma_e	.34693669				
rho	.83264739	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(24, 61) = 5.42 Prob > F = 0.0000

-> s = 5, apas = 0

pbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.2839705	.1924791	1.48	0.174	-.1514475 .7193885
fsales	-.2440413	.2314336	-1.05	0.319	-.7675806 .2794979
sales	.2570306	.4567992	0.56	0.587	-.776321 1.290382
fsales_sales	-.0103391	.0057685	-1.79	0.107	-.0233883 .00271
n	-.3182189	.3134188	-1.02	0.336	-1.027221 .3907835
_cons	2.071889	1.802582	1.15	0.280	-2.005834 6.149612
sigma_u	1.0912564				
sigma_e	.16912886				
rho	.97654296	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(6, 9) = 1.71 Prob > F = 0.2242

-> s = 5, apas = 1

pbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	-.0294409	.1055293	-0.28	0.784	-.2557787 .196897
fsales	.1714992	.2469816	0.69	0.499	-.3582236 .701222
sales	-.109065	.7108026	-0.15	0.880	-1.633585 1.415455
fsales_sales	-.0003289	.0088206	-0.04	0.971	-.0192472 .0185894
n	-.8188012	.726874	-1.13	0.279	-2.377791 .7401884
_cons	8.384417	7.09205	1.18	0.257	-6.826517 23.59535
sigma_u	1.4987118				
sigma_e	.32903128				
rho	.95401731	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(6, 14) = 4.08 Prob > F = 0.0141

-> s = 6, apas = 0
insufficient observations

-> s = 6, apas = 1

pbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.3932767	.2661986	1.48	0.214	-.3458091 1.132363
fsales	.6281034	.705409	0.89	0.424	-1.330426 2.586633
sales	-3.649457	2.227601	-1.64	0.177	-9.834269 2.535355
fsales_sales	.0022116	.0042335	0.52	0.629	-.0095424 .0139655
n	1.257836	2.641557	0.48	0.659	-6.076303 8.591974
_cons	15.71948	17.49278	0.90	0.420	-32.84825 64.28721
sigma_u	2.0734178				
sigma_e	.22329012				
rho	.98853543	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(2, 4) = 5.13 Prob > F = 0.0788

-> s = 7, apas = 0

```
-----  
pbr | Coef. Std. Err. t P>|t| [95% Conf. Interval]  
-----  
  opprmar | .691764 .4176031 1.66 0.159 -1.381719 1.765247  
  fsales | -1.212745 .5609042 -2.16 0.083 -2.654595 .2291053  
  sales | -.6316102 1.083446 -0.58 0.585 -3.416697 2.153477  
fsales_sales | .0675575 .0848147 0.80 0.462 -1.1504656 .2855806  
  n | 2.069839 2.059681 1.00 0.361 -3.22474 7.364419  
  _cons | -9.496467 14.29314 -0.66 0.536 -46.23815 27.24522  
-----  
sigma_u | 2.9856344  
sigma_e | .17937808  
rho | .99640333 (fraction of variance due to u_i)  
-----  
F test that all u_i=0: F(4, 5) = 3.71 Prob > F = 0.0916  
-----
```

-> s = 7, apas = 1

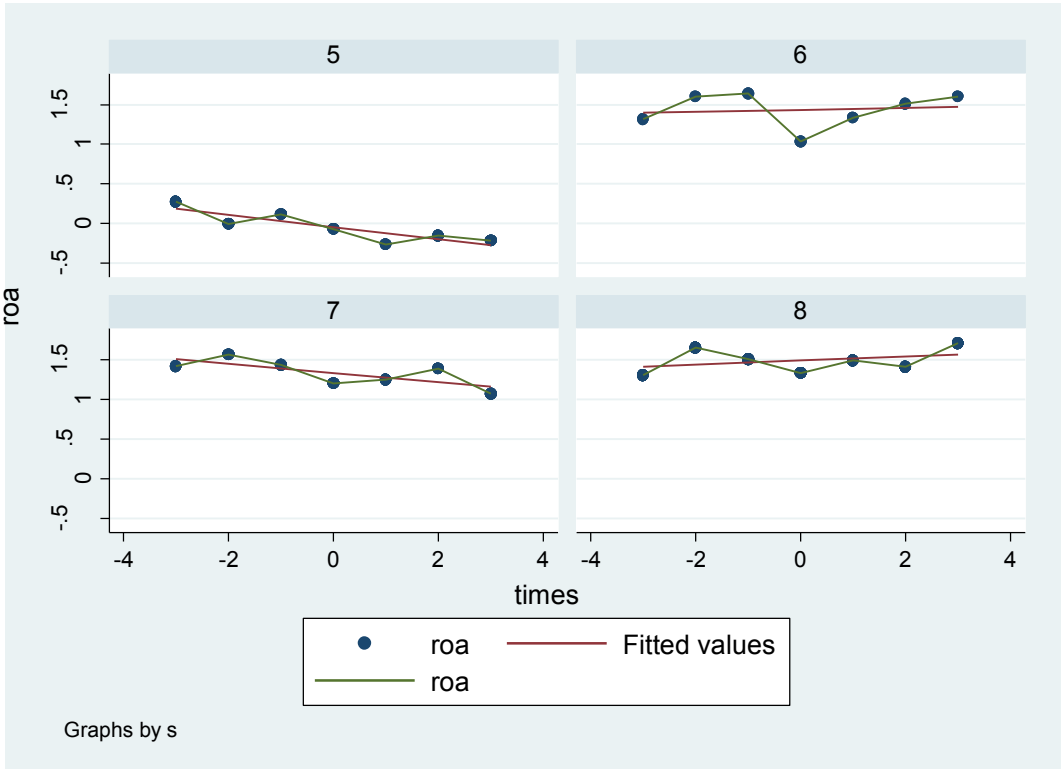
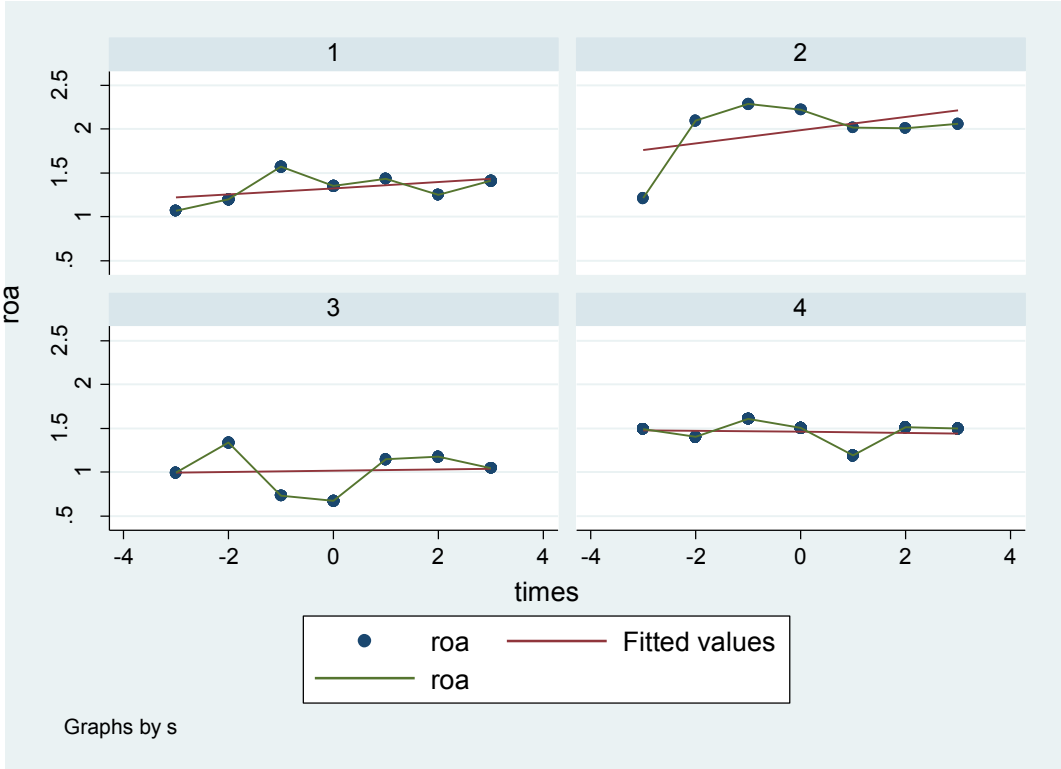
```
-----  
pbr | Coef. Std. Err. t P>|t| [95% Conf. Interval]  
-----  
  opprmar | .2983335 .6179036 0.48 0.641 -1.099461 1.696129  
  fsales | -.4323183 .7862597 -0.55 0.596 -2.210961 1.346325  
  sales | 2.456365 2.65074 0.93 0.378 -3.540026 8.452756  
fsales_sales | .0091193 .0146483 0.62 0.549 -0.0240175 .0422561  
  n | .3085258 .5571549 0.55 0.593 -1.9518461 1.568898  
  _cons | -19.86156 12.56283 -1.58 0.148 -48.28066 8.557538  
-----  
sigma_u | 2.6556364  
sigma_e | .20162541  
rho | .99426865 (fraction of variance due to u_i)  
-----  
F test that all u_i=0: F(4, 9) = 2.09 Prob > F = 0.1648  
-> s = 8, apas = 0
```

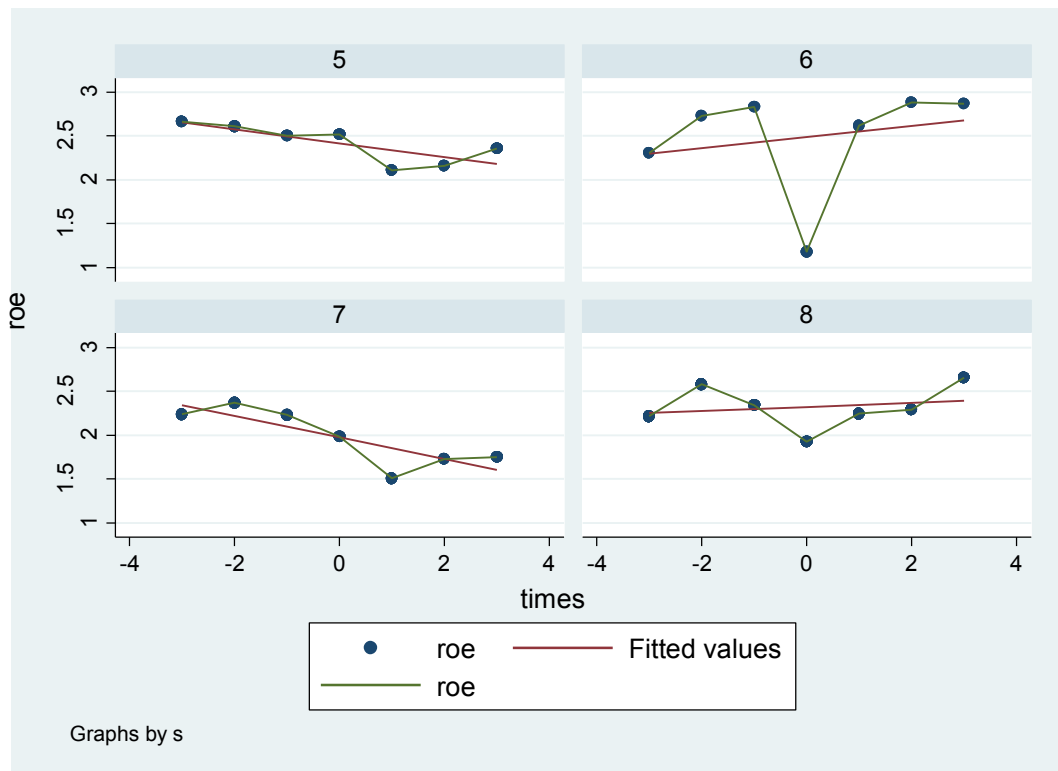
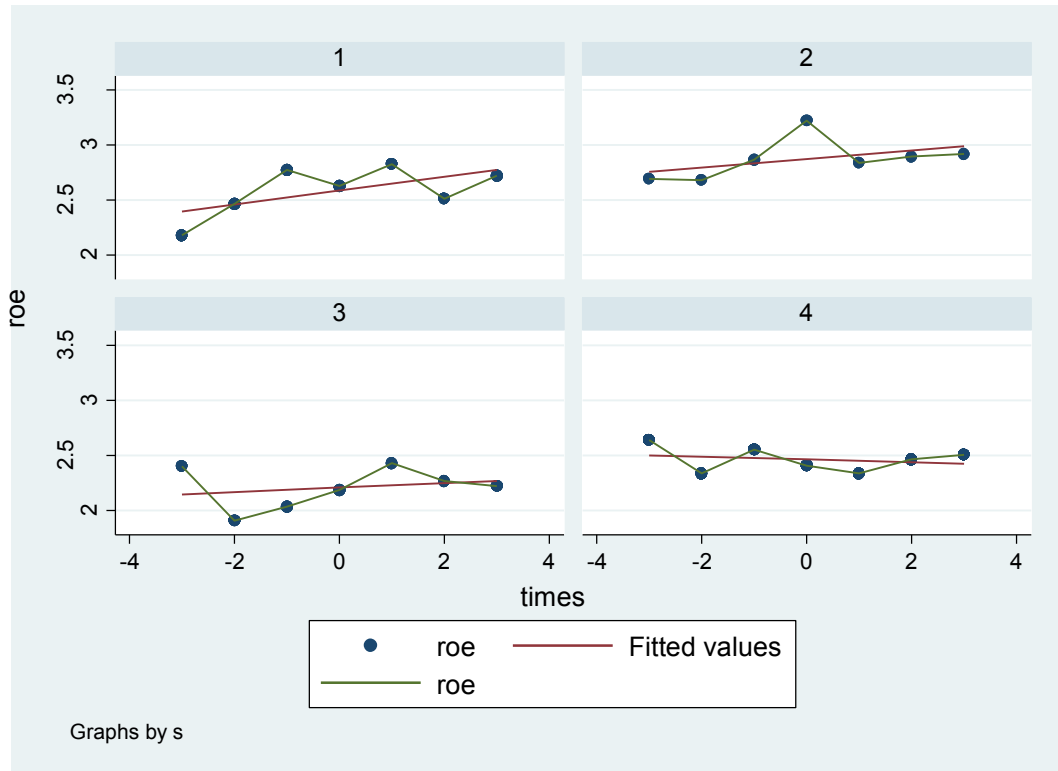
```
-----  
pbr | Coef. Std. Err. t P>|t| [95% Conf. Interval]  
-----  
  opprmar | .1601645 .2100984 0.76 0.454 -1.2755528 .5958819  
  fsales | .0133314 .5116995 0.03 0.979 -1.047868 1.074531  
  sales | .2738294 1.468931 0.19 0.854 -2.772547 3.320206  
fsales_sales | .0010367 .0012456 0.83 0.414 -0.0015464 .0036198  
  n | -.5005755 .8006174 -0.63 0.538 -2.160954 1.159883  
  _cons | 3.256361 7.513662 0.43 0.669 -12.32602 18.83874  
-----  
sigma_u | .66260192  
sigma_e | .35802887  
rho | .77401481 (fraction of variance due to u_i)  
-----  
F test that all u_i=0: F(13, 22) = 3.58 Prob > F = 0.0041  
-----
```

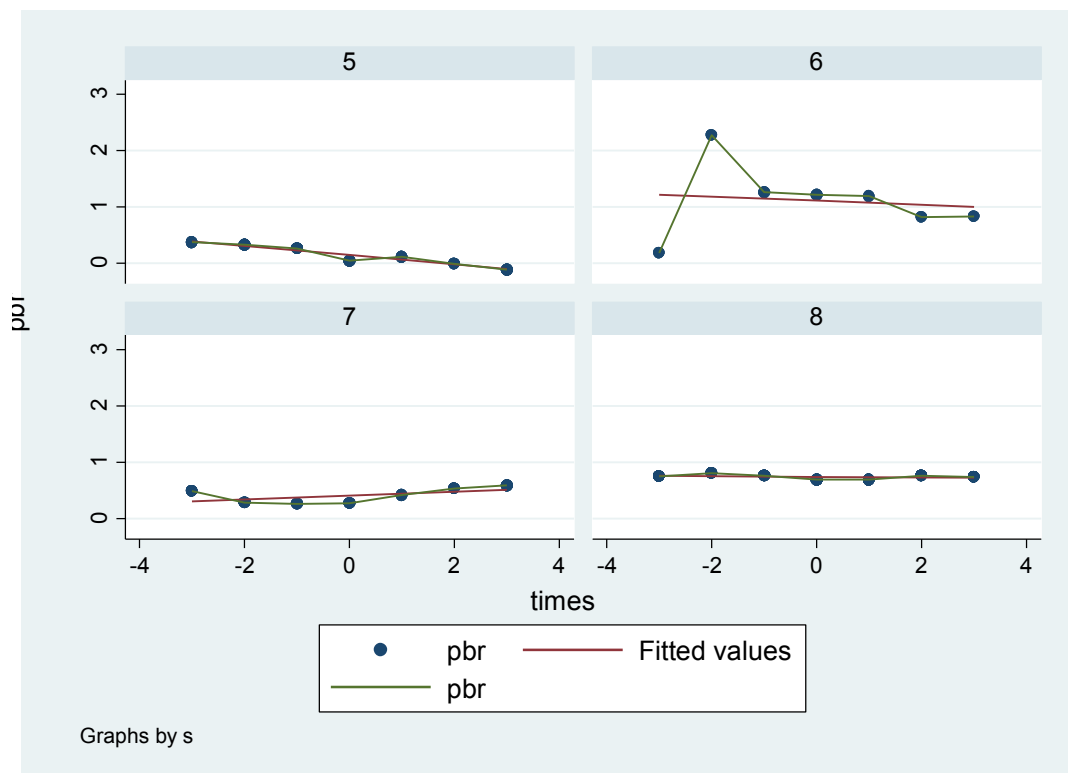
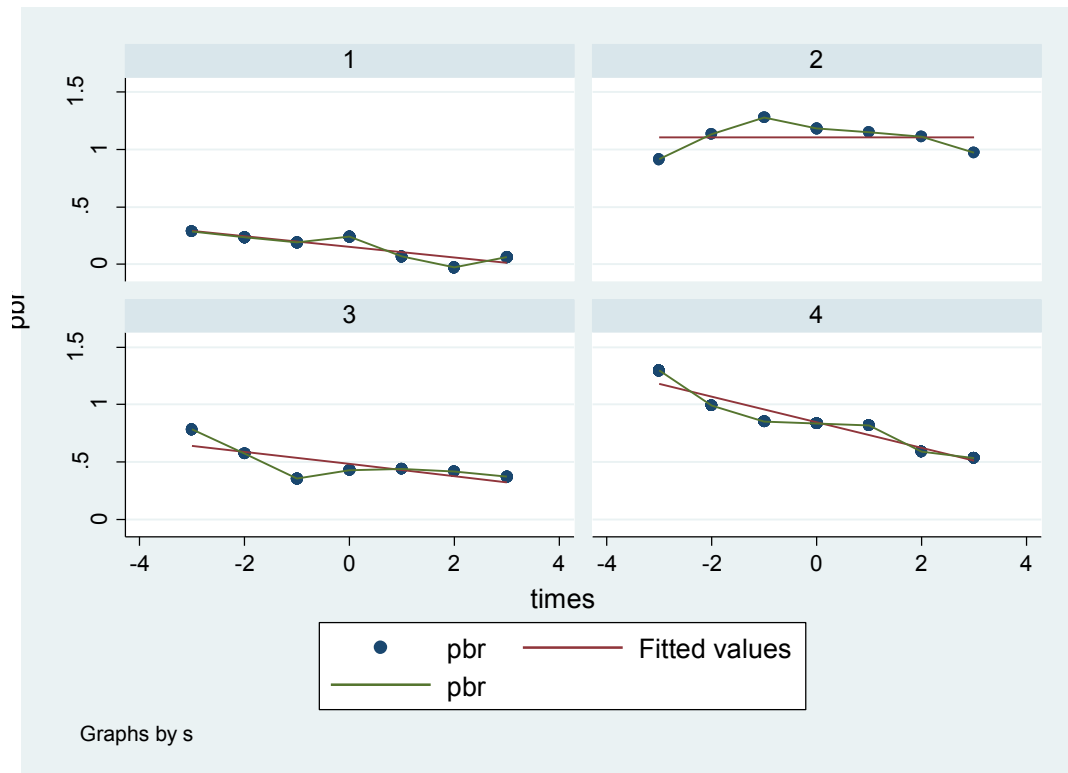
-> s = 8, apas = 1

```
-----  
pbr | Coef. Std. Err. t P>|t| [95% Conf. Interval]  
-----  
  opprmar | .0500231 .1114734 0.45 0.656 -1.176518 .2765642  
  fsales | -.086245 .2038834 -0.42 0.675 -1.500586 .328096  
  sales | .3771884 .4011568 0.94 0.354 -1.4380602 1.192437  
fsales_sales | .0007191 .0006873 1.05 0.303 -0.0006776 .0021159  
  n | -.3691265 .4167239 -0.89 0.382 -1.216011 .4777584  
  _cons | 1.934413 3.36873 0.57 0.570 -4.91167 8.780496  
-----  
sigma_u | .46799309  
sigma_e | .20350414  
rho | .84097952 (fraction of variance due to u_i)  
-----  
F test that all u_i=0: F(13, 34) = 18.35 Prob > F = 0.0000
```

Annexe 10 : AS à LT régressions avec présence et absence et par secteur représenté en graphiques







Annexe 11 : AS à LT régressions avec présence, absence, effet crise et par secteur

ROA

```
. by s effectcrisis apas, sort : xtreg roa opprmar fsales sales fsales_sales n, fe
```

```
-> s = 1, effectcrisis = 0, apas = 0
```

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	-.027464	.152943	-0.18	0.865	-.4206164 .3656884
fsales	1.829256	3.01503	0.61	0.571	-5.921125 9.579638
sales	.1994522	3.93128	0.05	0.962	-9.906224 10.30513
fsales_sales	-.0050654	.009887	-0.51	0.630	-.0304807 .0203499
n	-2.190019	.961988	-2.28	0.072	-4.662888 .2828499
_cons	7.437015	13.32947	0.56	0.601	-26.82747 41.7015

```
sigma_u | 1.0714093
sigma_e | .26563184
rho | .94209147 (fraction of variance due to u_i)
```

```
F test that all u_i=0: F(7, 5) = 3.93 Prob > F = 0.0757
```

```
-> s = 1, effectcrisis = 0, apas = 1
```

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.1516298	.2431767	0.62	0.550	-.4091366 .7123962
fsales	.0571734	.3423717	0.17	0.872	-.7323372 .8466839
sales	-.1972671	2.514858	-0.08	0.939	-5.996539 5.602005
fsales_sales	-.0039516	.0085096	-0.46	0.655	-.0235746 .0156715
n	-1.541366	2.054038	-0.75	0.474	-6.277986 3.195253
_cons	20.36497	30.351	0.67	0.521	-49.62457 90.35451

```
sigma_u | .90692652
sigma_e | .32966056
rho | .88329356 (fraction of variance due to u_i)
```

```
F test that all u_i=0: F(4, 8) = 0.72 Prob > F = 0.6000
```

```
-> s = 1, effectcrisis = 1, apas = 0
insufficient observations
```

```
-> s = 1, effectcrisis = 1, apas = 1
insufficient observations
```

```
-> s = 2, effectcrisis = 0, apas = 0
insufficient observations
```

```
-> s = 2, effectcrisis = 0, apas = 1
insufficient observations
```

```
-> s = 2, effectcrisis = 1, apas = 0
```

```
-> s = 2, effectcrisis = 1, apas = 1
insufficient observations
```

```
-> s = 3, effectcrisis = 0, apas = 0
```

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	-.0494331	.5027253	-0.10	0.931	-2.212485 2.113619
fsales	-.7205749	.3587174	-2.01	0.182	-2.264011 .8228617
sales	2.853258	1.35183	2.11	0.169	-2.963198 8.669715
fsales_sales	-.0701843	.0836892	-0.84	0.490	-.43027 .2899014
n	-1.477414	.9069346	-1.63	0.245	-5.379639 2.42481
_cons	-2.133493	2.067016	-1.03	0.410	-11.02714 6.760159

```
sigma_u | 1.9346878
sigma_e | .18634208
rho | .99080843 (fraction of variance due to u_i)
```

```
F test that all u_i=0: F(5, 2) = 31.02 Prob > F = 0.0315
```

```
-> s = 3, effectcrisis = 0, apas = 1
```

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.6698499	.1214331	5.52	0.001	.3827064 .9569935
fsales	.2545037	.4001975	0.64	0.545	-.6918131 1.20082
sales	-.9190938	.796328	-1.15	0.286	-2.80211 .9639227
fsales_sales	.0041116	.0014927	2.75	0.028	.0005819 .0076413
n	.2378743	.3051845	0.78	0.461	-.4837723 .9595208
_cons	3.985027	4.806166	0.83	0.434	-7.379749 15.3498

```
-----
sigma_u | .80092797
sigma_e | .15330433
rho | .96465767 (fraction of variance due to u_i)
-----
F test that all u_i=0: F(3, 7) = 27.53 Prob > F = 0.0003
-> s = 3, effectcrisis = 1, apas = 0
insufficient observations
```

```
-----
-> s = 3, effectcrisis = 1, apas = 1
insufficient observations
```

```
-----
-> s = 4, effectcrisis = 0, apas = 0
```

```
-----
roa | Coef. Std. Err. t P>|t| [95% Conf. Interval]
-----+-----
oppmar | 1.415341 .2498169 5.67 0.000 .8997442 1.930938
fsales | .6411594 .4810023 1.33 0.195 -.3515805 1.633899
sales | -.4572227 1.240398 -0.37 0.716 -3.017279 2.102834
fsales_sales | -.028246 .0162374 -1.74 0.095 -.0617585 .0052664
n | -.9787319 .8485582 -1.15 0.260 -2.73007 .7726062
_cons | 7.486227 5.344556 1.40 0.174 -3.544395 18.51685
-----
sigma_u | 1.4613248
sigma_e | .42733355
rho | .92122203 (fraction of variance due to u_i)
-----
```

```
F test that all u_i=0: F(20, 24) = 5.57 Prob > F = 0.0001
```

```
-----
-> s = 4, effectcrisis = 0, apas = 1
```

```
-----
roa | Coef. Std. Err. t P>|t| [95% Conf. Interval]
-----+-----
oppmar | .4289353 .2362542 1.82 0.078 -.0511911 .9090616
fsales | -1.29563 .8425298 -1.54 0.133 -3.007856 .4165968
sales | 5.60459 1.942517 2.89 0.007 1.65692 9.55226
fsales_sales | -.0066214 .007222 -0.92 0.366 -.0212983 .0080556
n | -3.230523 1.220559 -2.65 0.012 -5.710996 -.7500494
_cons | -4.260532 14.18188 -0.30 0.766 -33.08159 24.56052
-----
sigma_u | 4.3382855
sigma_e | .72447793
rho | .97286884 (fraction of variance due to u_i)
-----
```

```
F test that all u_i=0: F(19, 34) = 2.47 Prob > F = 0.0105
```

```
-----
-> s = 4, effectcrisis = 1, apas = 0
insufficient observations
```

```
-----
-> s = 4, effectcrisis = 1, apas = 1
```

```
-----
roa | Coef. Std. Err. t P>|t| [95% Conf. Interval]
-----+-----
oppmar | .7210808 .0440904 16.35 0.000 .6131954 .8289662
fsales | -.3636245 1.108595 -0.33 0.754 -3.07626 2.349011
sales | .6567099 1.585488 0.41 0.693 -3.222839 4.536259
fsales_sales | .0063023 .0125152 0.50 0.633 -.0243212 .0369258
n | .1122798 .2956588 0.38 0.717 -.6111712 .8357308
_cons | -3.847044 6.800822 -0.57 0.592 -20.48806 12.79397
-----
sigma_u | 1.0129011
sigma_e | .17068084
rho | .97238941 (fraction of variance due to u_i)
-----
```

```
F test that all u_i=0: F(12, 6) = 20.29 Prob > F = 0.0007
```

```
-----
-> s = 5, effectcrisis = 0, apas = 0
```

```
-----
roa | Coef. Std. Err. t P>|t| [95% Conf. Interval]
-----+-----
oppmar | .9489749 .5377904 1.76 0.128 -.3669507 2.2649
fsales | -1.111573 1.313305 -0.85 0.430 -4.325115 2.10197
sales | .7033739 1.270045 0.55 0.600 -2.404314 3.811062
fsales_sales | -.00866 .0181404 -0.48 0.650 -.053048 .0357281
n | -1.417893 1.001468 -1.42 0.207 -3.868397 1.032612
_cons | 13.23997 9.998648 1.32 0.234 -11.22584 37.70578
-----
sigma_u | 4.1399428
sigma_e | .45570587
rho | .98802846 (fraction of variance due to u_i)
-----
```

```
F test that all u_i=0: F(6, 6) = 0.61 Prob > F = 0.7190
```

-> s = 5, effectcrisis = 0, apas = 1

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.3954711	.1519671	2.60	0.048	.0048271 .786115
fsales	-.0384903	.1873881	-0.21	0.845	-.5201868 .4432061
sales	.3081684	.45137	0.68	0.525	-.8521153 1.468452
fsales_sales	.0150887	.0113425	1.33	0.241	-.0140682 .0442457
n	-.7727788	.498558	-1.55	0.182	-2.054363 .5088052
_cons	3.881429	4.86168	0.80	0.461	-8.615917 16.37877
sigma_u	1.3790894				
sigma_e	.13588622				
rho	.99038454	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(3, 5) = 3.00 Prob > F = 0.1338

-> s = 5, effectcrisis = 1, apas = 0
insufficient observations

-> s = 5, effectcrisis = 1, apas = 1

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	-.1610293	.0698525	-2.31	0.148	-.4615806 .1395219
fsales	.0317545	.3788405	0.08	0.941	-1.598265 1.661774
sales	3.685029	1.484648	2.48	0.131	-2.702894 10.07295
fsales_sales	-.0040026	.018528	-0.22	0.849	-.0837223 .075717
n	-3.562474	1.845622	-1.93	0.193	-11.50355 4.378597
_cons	-.0280637	16.60192	-0.00	0.999	-71.46035 71.40422
sigma_u	4.284968				
sigma_e	.18363726				
rho	.99816672	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(4, 2) = 1.95 Prob > F = 0.3666

-> s = 6, effectcrisis = 0, apas = 0
insufficient observations

-> s = 6, effectcrisis = 0, apas = 1
insufficient observations

-> s = 6, effectcrisis = 1, apas = 1
insufficient observations

-> s = 7, effectcrisis = 0, apas = 0

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	1.557358	.1929942	8.07	0.015	.7269707 2.387744
fsales	.0269185	.1390293	0.19	0.864	-.5712764 .6251135
sales	-.0099966	.164915	-0.06	0.957	-.7195688 .6995756
fsales_sales	-.0179457	.0206551	-0.87	0.477	-.1068176 .0709261
n	.5184259	.34136	1.52	0.268	-.9503275 1.987179
_cons	-7.157853	2.170577	-3.30	0.081	-16.49709 2.181388
sigma_u	1.575059				
sigma_e	.01924424				
rho	.99985074	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(4, 2) = 6.66 Prob > F = 0.1348

-> s = 7, effectcrisis = 0, apas = 1

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.9879188	.8809884	1.12	0.325	-1.458097 3.433935
fsales	2.225269	.8716737	2.55	0.063	-.1948853 4.645423
sales	2.404436	3.326027	0.72	0.510	-6.830096 11.63897
fsales_sales	-.0449477	.017333	-2.59	0.060	-.0930719 .0031765
n	-1.078869	2.441091	-0.44	0.681	-7.856423 5.698685
_cons	-20.22577	17.58421	-1.15	0.314	-69.04736 28.59582
sigma_u	10.285105				
sigma_e	.18402701				
rho	.99967996	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(3, 4) = 2.41 Prob > F = 0.2077

-> s = 7, effectcrisis = 1, apas = 0
insufficient observations

```

-> s = 7, effectcrisis = 1, apas = 1
-----
      roa |      Coef.  Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-----+-----
      opprmar | (dropped)
      fsales | (dropped)
      sales | (dropped)
      fsales_sales | -5.322816   .4151857   -12.82   0.050   -10.59825   - .0473811
      n | (dropped)
      _cons |  7.845203   .4515617    17.37   0.037    2.107567   13.58284
-----+-----
      sigma_u |  .1829864
      sigma_e |  .09772202
      rho |  .77808992   (fraction of variance due to u_i)
-----+-----
F test that all u_i=0:      F(2, 1) =      0.00          Prob > F = 1.0000

```

```

-----
-> s = 8, effectcrisis = 0, apas = 0
-----
      roa |      Coef.  Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-----+-----
      opprmar | -.224915   .3045001   -0.74   0.472   -.8780028   .4281728
      fsales | -.7730407   .5834279   -1.32   0.206   -2.024369   .4782876
      sales |  6.544902   2.020628    3.24   0.006    2.211086   10.87872
      fsales_sales | -.0009596   .0013489   -0.71   0.489   -.0038527   .0019336
      n | -4.908018   1.644391   -2.98   0.010   -8.434887   -1.381149
      _cons |  3.986409   11.30043    0.35   0.730   -20.25061   28.22343
-----+-----
      sigma_u |  5.3383507
      sigma_e |  .37986117
      rho |  .99496219   (fraction of variance due to u_i)
-----+-----
F test that all u_i=0:      F(13, 14) =      1.28          Prob > F = 0.3258

```

```

-----
-> s = 8, effectcrisis = 0, apas = 1
-----
      roa |      Coef.  Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-----+-----
      opprmar |  1.843084   .8864249    2.08   0.067   -.1621482   3.848317
      fsales |  1.178783   .6284236    1.88   0.093   -.2428096   2.600376
      sales | -2.209601   2.829506   -0.78   0.455   -8.61039    4.191187
      fsales_sales | .0017808   .0193325    0.09   0.929   -.0419523   .0455139
      n | -1.85274    3.321207   -0.56   0.591   -9.365831   5.660352
      _cons | 28.61816   35.99554    0.80   0.447   -52.80941   110.0457
-----+-----
      sigma_u |  5.5505574
      sigma_e |  .45027458
      rho |  .99346218   (fraction of variance due to u_i)
-----+-----
F test that all u_i=0:      F(6, 9) =      1.38          Prob > F = 0.3175

```

```

-----
-> s = 8, effectcrisis = 1, apas = 0
insufficient observations

```

```

-----
-> s = 8, effectcrisis = 1, apas = 1
-----
      roa |      Coef.  Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-----+-----
      opprmar |  1.241763   .3364565    3.69   0.002   -.5246234   1.958904
      fsales |  1.271615   .6220179    2.04   0.059   -.0541852   2.597414
      sales | -.513486    .9635776   -0.53   0.602   -2.567303   1.540331
      fsales_sales | -.016643    .0365469   -0.46   0.655   -.0945409   .0612549
      n | -.9329994   .8629786   -1.08   0.297   -2.772395   .9063961
      _cons |  3.425761   6.361243    0.54   0.598   -10.13291   16.98443
-----+-----
      sigma_u |  1.4138454
      sigma_e |  .31200552
      rho |  .95356239   (fraction of variance due to u_i)
-----+-----
F test that all u_i=0:      F(9, 15) =      3.68          Prob > F = 0.0128

```

ROE

```

. by s effectcrisis apas, sort : xtreg roe opprmar fsales sales fsales_sales n, re

```

```

-----
-> s = 1, effectcrisis = 0, apas = 0
-----
      roe |      Coef.  Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-----+-----
      opprmar | .0164014   .1840066    0.09   0.929   -.3442449   .3770477
      fsales |  1.757355   .4432596    3.96   0.000   .8885826   2.626128
      sales | -1.948029   .6676599   -2.92   0.004   -3.256619   -.6394398
      fsales_sales | -.0063303   .0122849   -0.52   0.606   -.0304082   .0177477
      n | .1988935   .5848565    0.34   0.734   -.9474041   1.345191
      _cons |  3.076951   2.33422    1.32   0.187   -1.498036   7.651938
-----+-----
      sigma_u |  .2357549
      sigma_e |  .25842957
      rho |  .45421339   (fraction of variance due to u_i)

```

-> s = 1, effectcrisis = 0, apas = 1

roef	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
opprmar	.2827275	.20539	1.38	0.169	-.1198295 .6852846
fsales	.0296145	.2737577	0.11	0.914	-.5069408 .5661697
sales	1.786664	.587915	3.04	0.002	.6343717 2.938956
fsales_sales	-.0047518	.0062728	-0.76	0.449	-.0170463 .0075426
n	-2.793595	1.004889	-2.78	0.005	-4.763142 -.8240482
_cons	16.28936	6.958759	2.34	0.019	2.650448 29.92828
sigma_u	0				
sigma_e	.32355511				
rho	0	(fraction of variance due to u_i)			

-> s = 1, effectcrisis = 1, apas = 0
insufficient observations

-> s = 1, effectcrisis = 1, apas = 1

-> s = 2, effectcrisis = 0, apas = 0

-> s = 2, effectcrisis = 0, apas = 1

-> s = 2, effectcrisis = 1, apas = 0
insufficient observations

-> s = 2, effectcrisis = 1, apas = 1

-> s = 3, effectcrisis = 0, apas = 0

roef	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
opprmar	1.096275	.2584339	4.24	0.000	.5897542 1.602797
fsales	-.8491424	.613119	-1.38	0.166	-2.050834 .3525488
sales	-.5130874	1.152187	-0.45	0.656	-2.771333 1.745158
fsales_sales	.0573981	.1052936	0.55	0.586	-.1489736 .2637697
n	.6777478	1.202981	0.56	0.573	-1.680051 3.035547
_cons	5.349646	2.510656	2.13	0.033	.428851 10.27044
sigma_u	0				
sigma_e	.28741371				
rho	0	(fraction of variance due to u_i)			

-> s = 3, effectcrisis = 0, apas = 1

roef	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
opprmar	.6431594	.2463452	2.61	0.009	.1603316 1.125987
fsales	-.9714106	.8494856	-1.14	0.253	-2.636372 .6935506
sales	.0967551	1.197776	0.08	0.936	-2.250843 2.444353
fsales_sales	.0012045	.0035442	0.34	0.734	-.005742 .008151
n	.858899	.7001511	1.23	0.220	-.513372 2.23117
_cons	-.5319084	2.884096	-0.18	0.854	-6.184633 5.120816
sigma_u	0				
sigma_e	.288208				
rho	0	(fraction of variance due to u_i)			

-> s = 3, effectcrisis = 1, apas = 0

-> s = 3, effectcrisis = 1, apas = 1

-> s = 4, effectcrisis = 0, apas = 0

roef	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
opprmar	.7809317	.218639	3.57	0.000	.3524071 1.209456
fsales	-.0359488	.1535	-0.23	0.815	-.3368032 .2649056
sales	.1782303	.3734987	0.48	0.633	-.5538138 .9102744
fsales_sales	-.0134362	.0207332	-0.65	0.517	-.0540725 .0272001
n	-.1740852	.5355849	-0.33	0.745	-1.223812 .875642
_cons	1.47839	2.200646	0.67	0.502	-2.834798 5.791578
sigma_u	.61528446				
sigma_e	.55701984				
rho	.54957847	(fraction of variance due to u_i)			

-> s = 4, effectcrisis = 0, apas = 1

roe	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
opprmar	.4371444	.1313411	3.33	0.001	.1797206	.6945681
fsales	-.2294095	.0986358	-2.33	0.020	-.4227322	-.0360868
sales	-.2720845	.2149932	-1.27	0.206	-.6934634	.1492944
fsales_sales	.0008454	.0029922	0.28	0.778	-.0050192	.00671
n	.4826776	.3227673	1.50	0.135	-.1499347	1.11529
_cons	.6222366	1.509569	0.41	0.680	-2.336463	3.580937
sigma_u	.388638					
sigma_e	.63140203					
rho	.27476313	(fraction of variance due to u_i)				

-> s = 4, effectcrisis = 1, apas = 0

-> s = 4, effectcrisis = 1, apas = 1

roe	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
opprmar	-.0693059	.2535281	-0.27	0.785	-.5662118	.4276001
fsales	.070456	.1168219	0.60	0.546	-.1585108	.2994227
sales	.4831227	.2585689	1.87	0.062	-.023663	.9899084
fsales_sales	-.0045837	.0166668	-0.28	0.783	-.03725	.0280825
n	-.5474211	.3554027	-1.54	0.123	-1.243998	.1491555
_cons	3.570871	1.99663	1.79	0.074	-.3424505	7.484193
sigma_u	.66245174					
sigma_e	.25559512					
rho	.87042324	(fraction of variance due to u_i)				

-> s = 5, effectcrisis = 0, apas = 0

roe	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
opprmar	.3719872	.1998255	1.86	0.063	-.0196635	.763638
fsales	-.0087245	.0758173	-0.12	0.908	-.1573237	.1398746
sales	.2618254	.2496916	1.05	0.294	-.2275612	.751212
fsales_sales	.0011611	.0091319	0.13	0.899	-.016737	.0190592
n	-.1387551	.1289861	-1.08	0.282	-.3915631	.1140529
_cons	.7081726	1.439863	0.49	0.623	-2.113907	3.530253
sigma_u	.17678917					
sigma_e	.20323317					
rho	.43074993	(fraction of variance due to u_i)				

-> s = 5, effectcrisis = 0, apas = 1

roe	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
opprmar	.8441244	.1148498	7.35	0.000	.6190228	1.069226
fsales	.1099541	.1185328	0.93	0.354	-.1223658	.342274
sales	.0278841	.175396	0.16	0.874	-.3158857	.3716539
fsales_sales	.0126012	.0094466	1.33	0.182	-.0059137	.0311161
n	-.3108878	.0543557	-5.72	0.000	-.417423	-.2043525
_cons	2.911724	1.299765	2.24	0.025	.3642308	5.459216
sigma_u	0					
sigma_e	.09221525					
rho	0	(fraction of variance due to u_i)				

-> s = 5, effectcrisis = 1, apas = 0

-> s = 5, effectcrisis = 1, apas = 1

roe	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
opprmar	-.4161486	.2023728	-2.06	0.040	-.8127919	-.0195052
fsales	-.7116919	.2575463	-2.76	0.006	-1.216473	-.2069104
sales	4.008446	1.247206	3.21	0.001	1.563967	6.452924
fsales_sales	-.0100231	.0154419	-0.65	0.516	-.0402886	.0202424
n	-1.957895	.5542706	-3.53	0.000	-3.044245	-.8715446
_cons	-11.95338	4.898432	-2.44	0.015	-21.55413	-2.352629
sigma_u	0					
sigma_e	.66739557					
rho	0	(fraction of variance due to u_i)				

-> s = 6, effectcrisis = 0, apas = 0

-> s = 6, effectcrisis = 0, apas = 1

-> s = 6, effectcrisis = 1, apas = 1

-> s = 7, effectcrisis = 0, apas = 0

roef	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
opprmar	.9096213	.2490446	3.65	0.000	.4215028 1.39774
fsales	.2429266	.1553485	1.56	0.118	-.0615509 .5474041
sales	.2045147	.3660966	0.56	0.576	-.5130216 .9220509
fsales_sales	-.0278338	.0410251	-0.68	0.497	-.1082416 .052574
n	-.4719796	.1633343	-2.89	0.004	-.7921089 -.1518503
_cons	2.117967	1.527077	1.39	0.165	-.8750488 5.110983
sigma_u	0				
sigma_e	.07270563				
rho	0	(fraction of variance due to u_i)			

-> s = 7, effectcrisis = 0, apas = 1

roef	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
opprmar	1.13213	.2390565	4.74	0.000	.6635878 1.600672
fsales	-.2581987	.5575273	-0.46	0.643	-1.350932 .8345347
sales	.9000407	1.593758	0.56	0.572	-2.223667 4.023749
fsales_sales	.0079562	.0100121	0.79	0.427	-.0116671 .0275795
n	-.1119667	.4141626	-0.27	0.787	-.9237105 .6997771
_cons	-4.707846	6.539752	-0.72	0.472	-17.52553 8.109833
sigma_u	0				
sigma_e	.05042799				
rho	0	(fraction of variance due to u_i)			

-> s = 7, effectcrisis = 1, apas = 0
insufficient observations

-> s = 7, effectcrisis = 1, apas = 1
insufficient observations

-> s = 8, effectcrisis = 0, apas = 0

roef	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
opprmar	-.0499333	.1826711	-0.27	0.785	-.4079621 .3080955
fsales	-.2467012	.253218	-0.97	0.330	-.7429994 .249597
sales	.2469375	.2453099	1.01	0.314	-.233861 .7277361
fsales_sales	.0012327	.0013949	0.88	0.377	-.0015013 .0039666
n	-.0105037	.1379666	-0.08	0.939	-.2809132 .2599058
_cons	2.349481	.9630246	2.44	0.015	.4619874 4.236975
sigma_u	.08028476				
sigma_e	.49986389				
rho	.02514789	(fraction of variance due to u_i)			

-> s = 8, effectcrisis = 0, apas = 1

roef	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
opprmar	.0638151	.6245182	0.10	0.919	-1.160218 1.287848
fsales	-.749977	.7530131	-1.00	0.319	-2.225856 .7259016
sales	-1.763551	2.032915	-0.87	0.386	-5.747991 2.220889
fsales_sales	-.003167	.0041211	-0.77	0.442	-.0112442 .0049103
n	1.988048	1.358469	1.46	0.143	-.6745015 4.650598
_cons	3.198269	3.509434	0.91	0.362	-3.680095 10.07663
sigma_u	0				
sigma_e	1.1207856				
rho	0	(fraction of variance due to u_i)			

-> s = 8, effectcrisis = 1, apas = 0

-> s = 8, effectcrisis = 1, apas = 1

roef	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
opprmar	1.2166	.3276885	3.71	0.000	.5743419 1.858857
fsales	.1290209	.705452	0.18	0.855	-1.25364 1.511681
sales	-.1992365	.7094511	-0.28	0.779	-1.589735 1.191262
fsales_sales	-.0096708	.0482841	-0.20	0.841	-.1043059 .0849643
n	.2891378	.2782197	1.04	0.299	-.2561628 .8344385
_cons	-2.241988	1.975711	-1.13	0.256	-6.11431 1.630334
sigma_u	.55376904				
sigma_e	.3479213				
rho	.71698251	(fraction of variance due to u_i)			

PBR

. by s effectcrisis apas, sort : xtreg pbr opprmar fsales sales fsales_sales n, fe

-> s = 1, effectcrisis = 0, apas = 0

pbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.1847329	.0742507	2.49	0.047	-.0030479 .3664179
fsales	-3.414253	1.592677	-2.14	0.076	-7.311394 .4828886
sales	4.753494	2.075397	2.29	0.062	-.3248202 9.831809
fsales_sales	.0037775	.0051765	0.73	0.493	-.0088891 .016444
n	-.2925342	.4955176	-0.59	0.576	-1.505022 .9199537
_cons	-11.30529	6.964469	-1.62	0.156	-28.34673 5.736155

sigma_u | 2.4860511
 sigma_e | .14059332
 rho | .99681197 (fraction of variance due to u_i)

F test that all u_i=0: F(7, 6) = 2.99 Prob > F = 0.1014

-> s = 1, effectcrisis = 0, apas = 1

pbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.0467865	.0831404	0.56	0.587	-.1412902 .2348632
fsales	-.1378371	.1204067	-1.14	0.282	-.4102159 .1345417
sales	.8004238	.8201275	0.98	0.355	-1.054833 2.655681
fsales_sales	-.0017822	.0029804	-0.60	0.565	-.0085243 .0049599
n	1.162263	.7307948	1.59	0.146	-.4909099 2.815435
_cons	-19.9663	10.26439	-1.95	0.084	-43.18597 3.253367

sigma_u | 1.0164148
 sigma_e | .11746022
 rho | .98682113 (fraction of variance due to u_i)

F test that all u_i=0: F(4, 9) = 0.79 Prob > F = 0.5609

-> s = 1, effectcrisis = 1, apas = 0
 insufficient observations

-> s = 1, effectcrisis = 1, apas = 1

pbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.591593	.5830921	1.01	0.385	-1.264066 2.447252
fsales	.6674608	3.976273	0.17	0.877	-11.98681 13.32173
sales	-1.294918	5.219266	-0.25	0.820	-17.90495 15.31511
fsales_sales	-.0675273	.0354507	-1.90	0.153	-.1803474 .0452928
n	.0387505	.2484541	0.16	0.886	-.7519414 .8294424
_cons	5.101216	20.41722	0.25	0.819	-59.87548 70.07792

sigma_u | .76029801
 sigma_e | .44825545
 rho | .74205834 (fraction of variance due to u_i)

F test that all u_i=0: F(4, 3) = 0.37 Prob > F = 0.8181

-> s = 2, effectcrisis = 0, apas = 0
 insufficient observations

-> s = 2, effectcrisis = 0, apas = 1
 insufficient observations

-> s = 2, effectcrisis = 1, apas = 0

-> s = 2, effectcrisis = 1, apas = 1
 insufficient observations

-> s = 3, effectcrisis = 0, apas = 0

pbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.6906513	1.21091	0.57	0.626	-4.519474 5.900777
fsales	1.434626	.8640396	1.66	0.239	-2.283036 5.152288
sales	-7.606509	3.256142	-2.34	0.145	-21.61656 6.403539
fsales_sales	.1587511	.2015815	0.79	0.513	-.7085842 1.026086
n	4.279243	2.184525	1.96	0.189	-5.120011 13.6785
_cons	9.112883	4.978803	1.83	0.209	-12.30918 30.53494

sigma_u | 2.089791
 sigma_e | .44884054
 rho | .95590463 (fraction of variance due to u_i)

F test that all u_i=0: F(5, 2) = 1.76 Prob > F = 0.4002

-> s = 3, effectcrisis = 0, apas = 1

pbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.6974313	.0706004	9.88	0.000	.5304879 .8643747
fsales	.4623583	.2326722	1.99	0.087	-.0878241 1.012541
sales	-2.88956	.4629799	-6.24	0.000	-3.984334 -1.794787
fsales_sales	.0013069	.0008679	1.51	0.176	-.0007452 .003359
n	.7008546	.1774322	3.95	0.006	.281294 1.120415
_cons	13.69219	2.794273	4.90	0.002	7.084785 20.2996
sigma_u	2.2056121				
sigma_e	.08913013				
rho	.99836964	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(3, 7) = 15.71 Prob > F = 0.0017

-> s = 3, effectcrisis = 1, apas = 0
insufficient observations

-> s = 3, effectcrisis = 1, apas = 1

pbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	-.1353297	.0100087	-13.52	0.047	-.2625022 -.0081571
fsales	-3.2903	.1825078	-18.03	0.035	-5.609282 -.9713178
sales	6.288788	.2345744	26.81	0.024	3.308238 9.269339
fsales_sales	-.1203537	.003871	-31.09	0.020	-.1695397 -.0711677
n	3.206752	.2197823	14.59	0.044	.4141535 5.99935
_cons	-65.09849	2.150056	-30.28	0.021	-92.41754 -37.77943
sigma_u	3.4982292				
sigma_e	.01277916				
rho	.99998666	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(2, 1) = 805.54 Prob > F = 0.0249

-> s = 4, effectcrisis = 0, apas = 0

pbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.2209243	.1436329	1.54	0.135	-.0724133 .5142618
fsales	.1755007	.4425688	0.40	0.695	-.7283453 1.079347
sales	-1.333236	1.050182	-1.27	0.214	-3.477995 .8115227
fsales_sales	-.034309	.0142832	-2.40	0.023	-.0634792 -.0051387
n	.2453205	.4232702	0.58	0.567	-.6191125 1.109753
_cons	7.870241	3.638993	2.16	0.039	.4384252 15.30206
sigma_u	1.7540261				
sigma_e	.42826903				
rho	.94373831	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(22, 30) = 4.94 Prob > F = 0.0000

-> s = 4, effectcrisis = 0, apas = 1

pbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.1690902	.0990293	1.71	0.096	-.0313842 .3695646
fsales	-.3509319	.3052251	-1.15	0.257	-.9688277 .266964
sales	.3212517	.7675792	0.42	0.678	-1.232631 1.875134
fsales_sales	-.0010468	.0025345	-0.41	0.682	-.0061776 .004084
n	-.1599033	.2856787	-0.56	0.579	-.7382296 .418423
_cons	2.026451	2.955343	0.69	0.497	-3.956327 8.009229
sigma_u	.73351993				
sigma_e	.3231882				
rho	.83743148	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(20, 38) = 3.85 Prob > F = 0.0002

-> s = 4, effectcrisis = 1, apas = 0
insufficient observations

-> s = 4, effectcrisis = 1, apas = 1

pbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.0061839	.1017162	0.06	0.953	-.2283742 .2407419
fsales	1.243281	1.745416	0.71	0.497	-2.781654 5.268217
sales	-1.524391	2.884595	-0.53	0.612	-8.176279 5.127497
fsales_sales	.0304371	.029969	1.02	0.340	-.0386716 .0995457
n	.8051515	.7082396	1.14	0.289	-.828052 2.438355
_cons	-4.766939	14.95305	-0.32	0.758	-39.24873 29.71485
sigma_u	3.193235				
sigma_e	.40933824				
rho	.98383319	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(13, 8) = 1.58 Prob > F = 0.2629

-> s = 5, effectcrisis = 0, apas = 0

pbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.3667039	.1808183	2.03	0.089	-.0757426 .8091503
fsales	-.8033748	.4415655	-1.82	0.119	-1.883847 .2770971
sales	.4471398	.4270203	1.05	0.335	-.5977412 1.492021
fsales_sales	-.0150802	.0060993	-2.47	0.048	-.0300046 -.0001558
n	-.1188738	.3367182	-0.35	0.736	-.9427935 .705046
_cons	2.190612	3.361791	0.65	0.539	-6.035394 10.41662
sigma_u	2.3949769				
sigma_e	.1532195				
rho	.99592384	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(6, 6) = 1.55 Prob > F = 0.3027

-> s = 5, effectcrisis = 0, apas = 1

pbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.8272396	.0923934	8.95	0.000	.5897349 1.064744
fsales	.0229597	.1139287	0.20	0.848	-.2699034 .3158227
sales	.4260322	.2744251	1.55	0.181	-.2794001 1.131464
fsales_sales	-.0058508	.0068961	-0.85	0.435	-.0235777 .0118762
n	-.2045893	.3031146	-0.67	0.530	-.9837701 .5745915
_cons	-3.935319	2.955817	-1.33	0.241	-11.53349 3.66285
sigma_u	.37721111				
sigma_e	.08261646				
rho	.95422634	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(3, 5) = 8.14 Prob > F = 0.0227

-> s = 5, effectcrisis = 1, apas = 0

insufficient observations

-> s = 5, effectcrisis = 1, apas = 1

pbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	-.0753744	.1892896	-0.40	0.729	-.8898216 .7390729
fsales	.4673018	1.026599	0.46	0.694	-3.949797 4.884401
sales	-3.722286	4.023165	-0.93	0.453	-21.03257 13.58799
fsales_sales	-.0182865	.0502081	-0.36	0.751	-.2343144 .1977414
n	.1007551	5.00135	0.02	0.986	-21.41832 21.61983
_cons	32.0393	44.98862	0.71	0.550	-161.5311 225.6097
sigma_u	3.8852548				
sigma_e	.4976285				
rho	.98385995	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(4, 2) = 0.49 Prob > F = 0.7536

-> s = 6, effectcrisis = 0, apas = 0

insufficient observations

-> s = 6, effectcrisis = 0, apas = 1

insufficient observations

-> s = 6, effectcrisis = 1, apas = 1

insufficient observations

-> s = 7, effectcrisis = 0, apas = 0

pbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.1894803	.4326974	0.44	0.691	-1.187556 1.566516
fsales	-1.385244	.4855354	-2.85	0.065	-2.930435 .1599462
sales	.416035	1.054038	0.39	0.719	-2.938383 3.770453
fsales_sales	.1104441	.0771812	1.43	0.248	-.1351809 .3560692
n	-.1715568	2.065269	-0.08	0.939	-6.744163 6.40105
_cons	6.822308	14.26824	0.48	0.665	-38.58561 52.23022
sigma_u	5.2264374				
sigma_e	.15129662				
rho	.9991627	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(4, 3) = 5.34 Prob > F = 0.1001

-> s = 7, effectcrisis = 0, apas = 1

pbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.532525	.8990592	0.59	0.586	-1.963663 3.028714
fsales	-.7375395	.8895535	-0.83	0.454	-3.207336 1.732257
sales	1.899694	3.394251	0.56	0.606	-7.524256 11.32364
fsales_sales	.0167045	.0176886	0.94	0.398	-.0324068 .0658159
n	.155649	2.491162	0.06	0.953	-6.760926 7.072224
_cons	-12.52034	17.94489	-0.70	0.524	-62.34335 37.30267

```

sigma_u | .91223367
sigma_e | .18780177
rho | .95934069 (fraction of variance due to u_i)
-----
F test that all u_i=0: F(3, 4) = 0.40 Prob > F = 0.7621

```

```

-----
-> s = 7, effectcrisis = 1, apas = 0
insufficient observations

```

```

-----
-> s = 7, effectcrisis = 1, apas = 1

```

```

-----
pbr | Coef. Std. Err. t P>|t| [95% Conf. Interval]
-----
opprmar | (dropped)
fsales | (dropped)
sales | (dropped)
fsales_sales | -.8418307 1.269696 -0.66 0.627 -16.97484 15.29118
n | .8214075 .5218781 1.57 0.360 -5.809683 7.452498
_cons | -7.364258 5.023017 -1.47 0.381 -71.18774 56.45923

```

```

-----
sigma_u | 1.3085799
sigma_e | .30965727
rho | .9469727 (fraction of variance due to u_i)
-----
F test that all u_i=0: F(2, 1) = 0.00 Prob > F = 1.0000

```

```

-----
-> s = 8, effectcrisis = 0, apas = 0

```

```

-----
pbr | Coef. Std. Err. t P>|t| [95% Conf. Interval]
-----
opprmar | .2909239 .147723 1.97 0.068 -.0239401 .6057879
fsales | -.4187649 .3290581 -1.27 0.223 -1.120136 .2826057
sales | 1.439853 1.095548 1.31 0.208 -.8952523 3.774959
fsales_sales | .0004427 .000762 0.58 0.570 -.0011815 .0020267
n | 1.336138 .8886698 1.50 0.153 -.5580166 3.230293
_cons | -22.38178 6.315682 -3.54 0.003 -35.84334 -8.920221

```

```

-----
sigma_u | 4.4570529
sigma_e | .2146238
rho | .99768658 (fraction of variance due to u_i)
-----
F test that all u_i=0: F(13, 15) = 8.61 Prob > F = 0.0001

```

```

-----
-> s = 8, effectcrisis = 0, apas = 1

```

```

-----
pbr | Coef. Std. Err. t P>|t| [95% Conf. Interval]
-----
opprmar | .4132291 .1369392 3.02 0.012 .1118281 .7146302
fsales | .0180624 .1774787 0.10 0.921 -.3725655 .4086903
sales | -1.04177 .7163242 -1.45 0.174 -2.618389 .5348486
fsales_sales | -.004325 .0043553 -0.99 0.342 -.0139109 .0052609
n | -.956885 .5263961 -1.82 0.096 -2.115475 .2017051
_cons | 19.87935 8.13243 2.44 0.033 1.97999 37.7787

```

```

-----
sigma_u | 3.0670355
sigma_e | .13650334
rho | .99802308 (fraction of variance due to u_i)
-----
F test that all u_i=0: F(6, 11) = 6.80 Prob > F = 0.0033

```

```

-----
-> s = 8, effectcrisis = 1, apas = 0
insufficient observations

```

```

-----
-> s = 8, effectcrisis = 1, apas = 1

```

```

-----
pbr | Coef. Std. Err. t P>|t| [95% Conf. Interval]
-----
opprmar | -.0321116 .2596014 -0.12 0.903 -.5854389 .5212156
fsales | -.0513291 .4799334 -0.11 0.916 -1.074283 .9716247
sales | .6526028 .7434723 0.88 0.394 -.9320709 2.237276
fsales_sales | -.0266186 .0281987 -0.94 0.360 -.0867227 .0334854
n | -.7032298 .6658527 -1.06 0.308 -2.122461 .7160015
_cons | 2.758857 4.908175 0.56 0.582 -7.702671 13.22039

```

```

-----
sigma_u | .56628827
sigma_e | .24073563
rho | .84694103 (fraction of variance due to u_i)
-----
F test that all u_i=0: F(9, 15) = 3.66 Prob > F = 0.0131

```

Annexe 12 : AS avec CostGS (problème de multi colinéarité)

```

pwcorr roa roe pbr oprmar costgs fsales_sales n npart s
-----
      |      roa      roe      pbr      oprmar      costgs fsales~s      n
-----+-----
      roa | 1.0000
      roe | 0.5780 1.0000
      pbr | 0.3038 0.2620 1.0000
      oprmar | 0.3889 0.2875 0.3523 1.0000
      costgs | -0.2615 -0.0366 -0.0991 -0.3116 1.0000
      fsales_sales | 0.0364 0.0606 0.0091 0.0492 -0.1056 1.0000
      n | -0.1536 -0.0538 -0.0164 -0.1535 0.9152 -0.1017 1.0000
      npart | -0.0837 -0.0230 0.1129 0.0215 -0.0545 -0.0155 -0.0131
      s | 0.0190 -0.1304 0.1083 0.1896 -0.2154 0.0930 -0.1550
-----
      |      npart      s
-----+-----
      npart | 1.0000
      s | -0.0323 1.0000

```

```

.pwcorr roa roe pbr oprmar costgs fsales_sales n
-----
      |      roa      roe      pbr      oprmar      costgs fsales~s      n
-----+-----
      roa | 1.0000
      roe | 0.5780 1.0000
      pbr | 0.3038 0.2620 1.0000
      oprmar | 0.3889 0.2875 0.3523 1.0000
      costgs | -0.2615 -0.0366 -0.0991 -0.3116 1.0000
      fsales_sales | 0.0364 0.0606 0.0091 0.0492 -0.1056 1.0000
      n | -0.1536 -0.0538 -0.0164 -0.1535 0.9152 -0.1017 1.0000

```

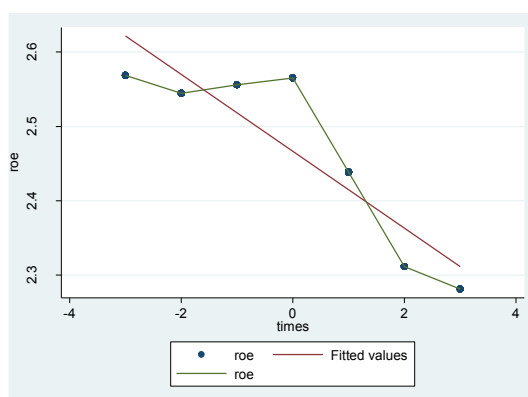
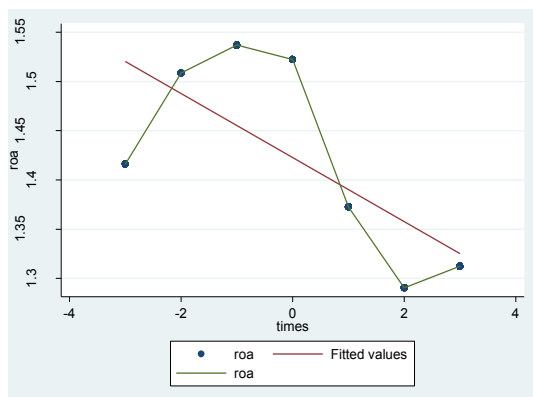
AS problème de colinéarité avec CostGS

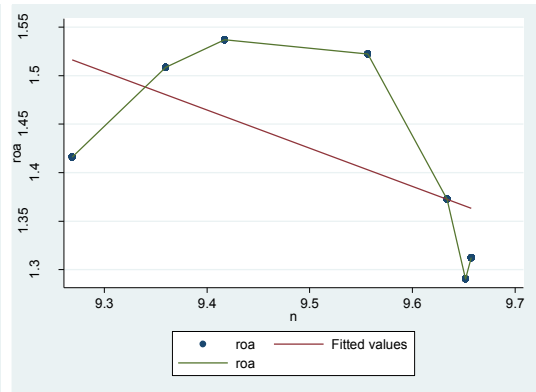
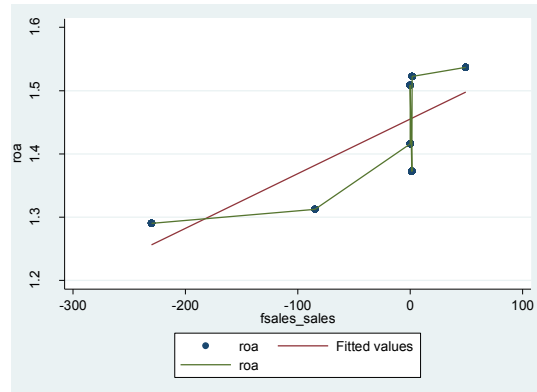
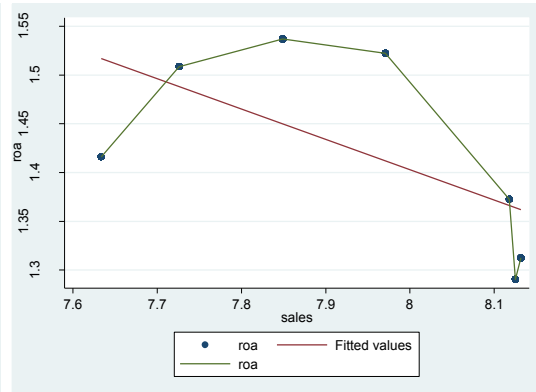
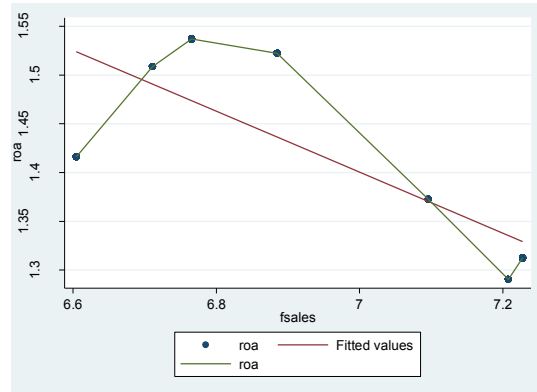
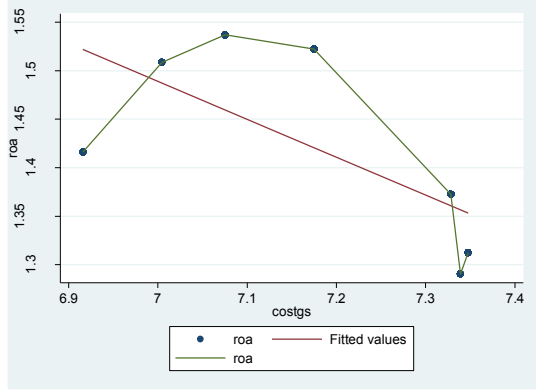
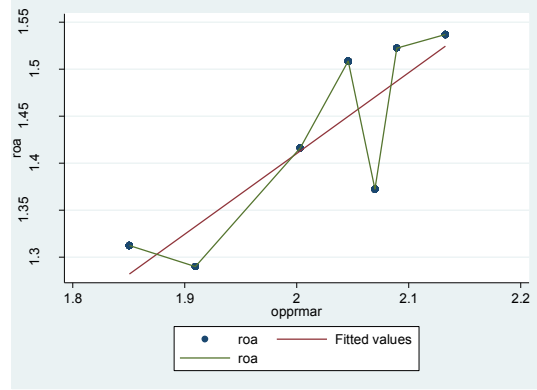
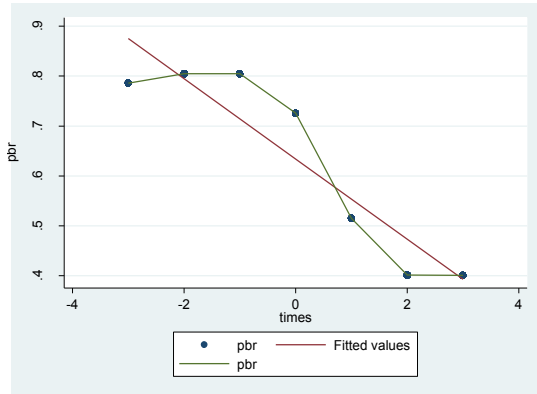
```

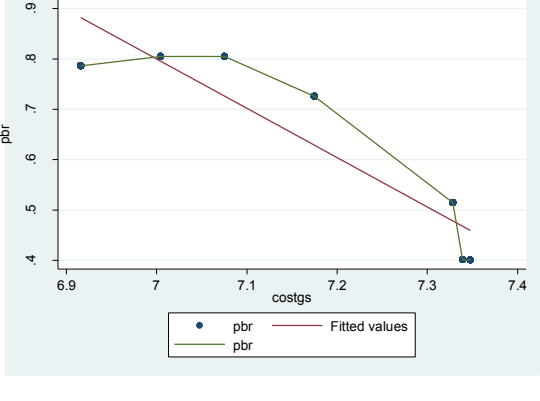
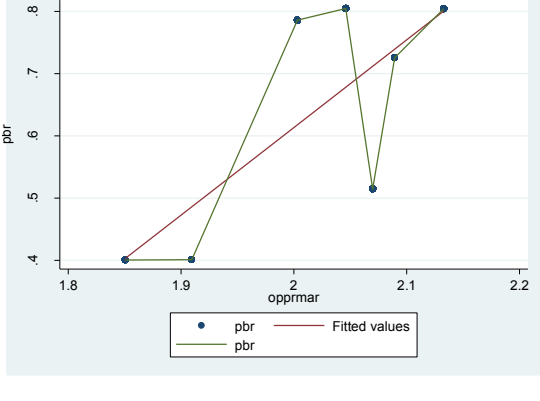
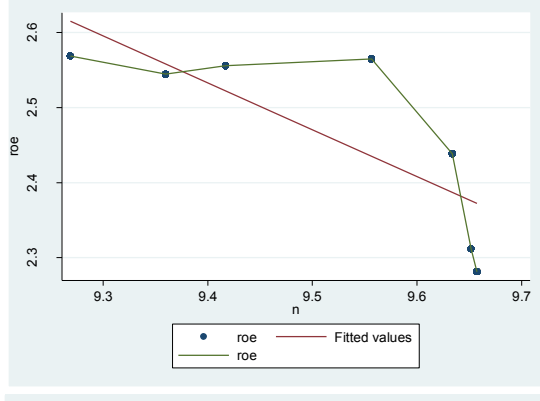
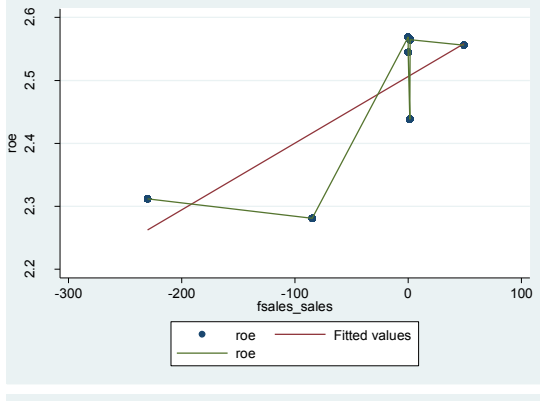
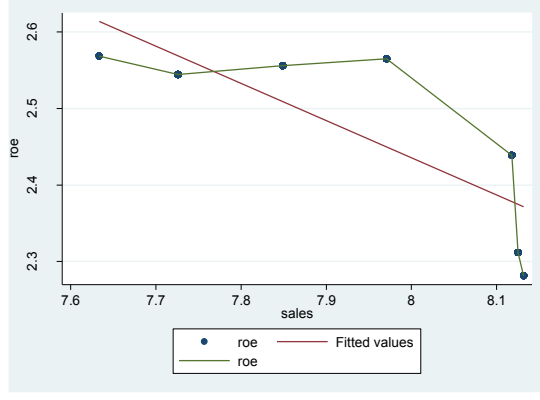
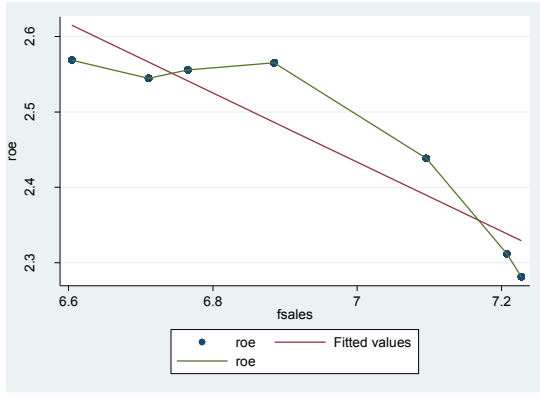
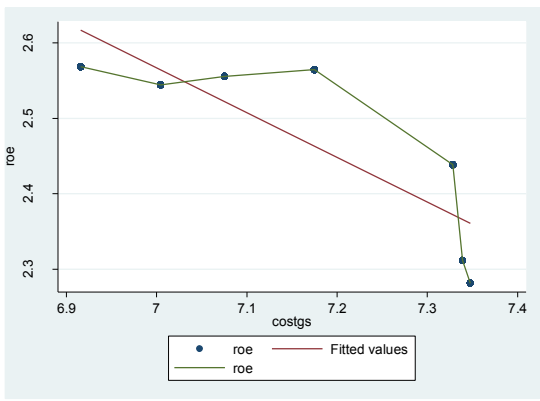
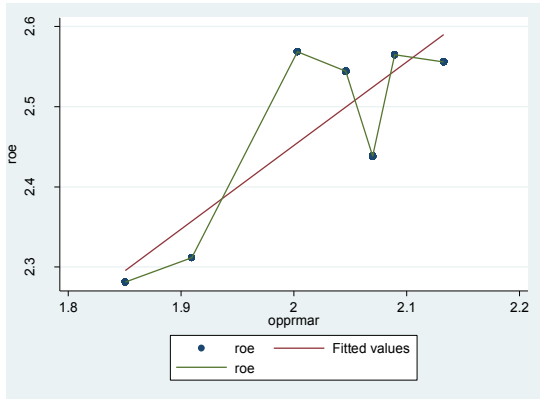
pwcorr roa roe pbr oprmar costgs fsales_sales fsales_sales n npart s
-----
      |      roa      roe      pbr      oprmar      costgs fsales  sales  fsales_sales n npart s
-----+-----
      roa | 1.0000
      roe | 0.5780 1.0000
      pbr | 0.3038 0.2620 1.0000
      oprmar | 0.3889 0.2875 0.3523 1.0000
      costgs | -0.2615 -0.0366 -0.0991 -0.3116 1.0000
      fsales | -0.2043 -0.0710 -0.0122 -0.1753 0.7735 1.0000
      sales | -0.3065 0.0053 -0.0478 -0.1114 0.9193 0.7938 1.0000
      fsales_sales | 0.0364 0.0606 0.0091 0.0492 -0.1056 -0.0719 -0.0840
      n | -0.1536 -0.0538 -0.0164 -0.1535 0.9152 0.7859 0.8489
      npart | -0.0837 -0.0230 0.1129 0.0215 -0.0545 -0.0779 0.0073
      s | 0.0190 -0.1304 0.1083 0.1896 -0.2154 -0.1977 -0.2151
-----
      | fsales~s      n      npart      s
-----+-----
      fsales_sales | 1.0000
      n | -0.1017 1.0000
      npart | -0.0155 -0.0131 1.0000
      s | 0.0930 -0.1550 -0.0323 1.0000

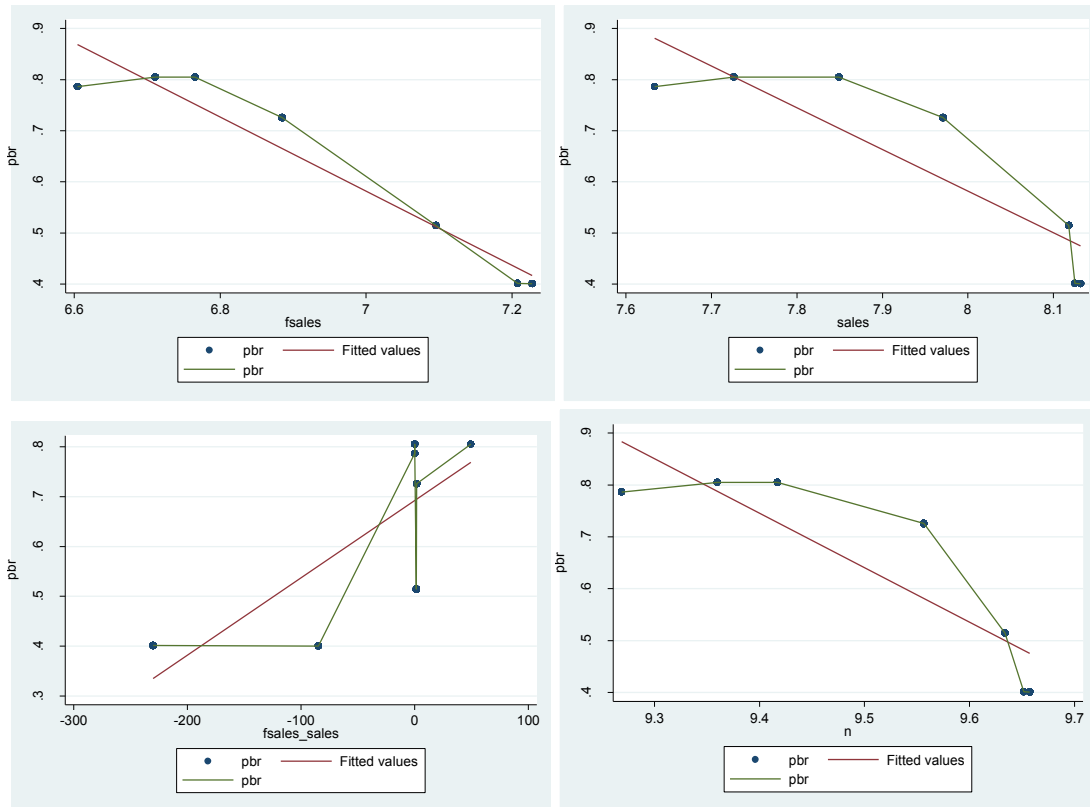
```

Annexe 13 : F&A à LT (représentation des régressions en graphiques)









Annexe 14 : F&A à LT régressions avec présence et absence et effet crise

```
. by effectcrisis apma, sort : xtreg pbr opprmar fsales sales fsales_sales n, fe
```

```
-> effectcrisis = 0, apma = 0
```

	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
opprmar	.1155024	.0548082	2.11	0.037	.0070863	.2239184
fsales	-.1324592	.1001036	-1.32	0.188	-.3304741	.0655556
sales	.2527547	.1592498	1.59	0.115	-.0622571	.5677665
fsales_sales	-.0001741	.0000801	-2.17	0.032	-.0003325	-.0000157
n	-.1679117	.1654566	-1.01	0.312	-.4952011	.1593777
_cons	1.098359	1.266272	0.87	0.387	-1.406452	3.60317

```
sigma_u | .64546391
sigma_e | .25783287
rho | .86239373 (fraction of variance due to u_i)
```

```
F test that all u_i=0: F(78, 132) = 11.36 Prob > F = 0.0000
```

```
-> effectcrisis = 0, apma = 1
```

	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
opprmar	.0570131	.040627	1.40	0.165	-.0239565	.1379826
fsales	-.1062836	.0404758	-2.63	0.011	-.1869518	-.0256153
sales	-.2761221	.2475614	-1.12	0.268	-.7695113	.2172671
fsales_sales	-6.98e-06	.0000198	-0.35	0.726	-.0000465	.0000326
n	-.6860407	.4196564	-1.63	0.106	-1.522415	.1503333
_cons	10.05312	2.890994	3.48	0.001	4.291374	15.81486

```
sigma_u | 1.8367039
sigma_e | .27457828
rho | .97813976 (fraction of variance due to u_i)
```

```
F test that all u_i=0: F(53, 73) = 6.92 Prob > F = 0.0000
```

```
-> effectcrisis = 1, apma = 0
insufficient observations
```


-> effectcrisis = 1, apma = 1

	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
opprmar	.0901001	.0708108	1.27	0.206	-.0502304	.2304305
fsales	.0610142	.21801	0.28	0.780	-.3710304	.4930587
sales	-.5190225	.4975575	-1.04	0.299	-1.505065	.4670197
fsales_sales	.0001713	.000068	2.52	0.013	.0000366	.0003061
n	-.7314571	.306554	-2.39	0.019	-1.338975	-.1239391
_cons	11.41008	3.400397	3.36	0.001	4.671288	18.14886
sigma_u	2.0901831					
sigma_e	.34530527					
rho	.97343292				(fraction of variance due to u_i)	

F test that all u_i=0: F(60, 110) = 4.02 Prob > F = 0.0000

. browse

. by effectcrisis apma, sort : xtreg roa opprmar fsales sales fsales_sales n, fe

-> effectcrisis = 0, apma = 0

Fixed-effects (within) regression Number of obs = 214

	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
roa						
opprmar	.2842903	.1010376	2.81	0.006	.0843995	.4841811
fsales	-.0530042	.1488016	-0.36	0.722	-.3473903	.2413819
sales	.4417592	.2385269	1.85	0.066	-.0301377	.9136561
fsales_sales	-.0001615	.0001187	-1.36	0.176	-.0003963	.0000733
n	-.2933495	.2499286	-1.17	0.243	-.7878034	.2011044
_cons	.5413067	1.889736	0.29	0.775	-3.19731	4.279923
sigma_u	1.0419688					
sigma_e	.38191138					
rho	.88156739				(fraction of variance due to u_i)	

F test that all u_i=0: F(78, 130) = 8.36 Prob > F = 0.0000

-> effectcrisis = 0, apma = 1

	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
roa						
opprmar	.6598959	.1263414	5.22	0.000	.4075747	.9122172
fsales	-.0358581	.069261	-0.52	0.606	-.174182	.1024657
sales	-.5188454	.4396792	-1.18	0.242	-1.396945	.3592545
fsales_sales	-4.90e-06	.0000335	-0.15	0.884	-.0000718	.000062
n	-.2132814	.7465286	-0.29	0.776	-1.704202	1.277639
_cons	6.407259	5.11704	1.25	0.215	-3.812175	16.62669
sigma_u	1.4343417					
sigma_e	.45934629					
rho	.90698067				(fraction of variance due to u_i)	

F test that all u_i=0: F(53, 65) = 4.80 Prob > F = 0.0000

-> effectcrisis = 1, apma = 0

insufficient observations

-> effectcrisis = 1, apma = 1

	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
roa						
opprmar	.3289182	.1000564	3.29	0.001	.130589	.5272474
fsales	.1451737	.283619	0.51	0.610	-.4170083	.7073557
sales	.3169905	.6507763	0.49	0.627	-.972961	1.606942
fsales_sales	.0001234	.0000885	1.39	0.166	-.000052	.0002989
n	-1.108623	.4022408	-2.76	0.007	-1.905934	-.3113115
_cons	7.975927	4.406189	1.81	0.073	-.7579034	16.70976
sigma_u	1.5803143					
sigma_e	.4493902					
rho	.92518497				(fraction of variance due to u_i)	

F test that all u_i=0: F(60, 108) = 4.83 Prob > F = 0.0000

. by effectcrisis apma, sort : xtreg roe opprmar fsales sales fsales_sales n, fe

-> effectcrisis = 0, apma = 0

	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
roe						
opprmar	.619255	.1138676	5.44	0.000	.3939653	.8445448
fsales	.0101791	.1344616	0.08	0.940	-.2558565	.2762147
sales	.5641715	.2154547	2.62	0.010	.1378891	.9904539
fsales_sales	-.0002167	.0001072	-2.02	0.045	-.0004288	-4.55e-06
n	-.7107452	.2269084	-3.13	0.002	-1.159689	-.2618014
_cons	3.533964	1.707482	2.07	0.040	.155669	6.912259
sigma_u	.9555324					
sigma_e	.3449697					
rho	.88469557				(fraction of variance due to u_i)	

F test that all u_i=0: F(78, 129) = 7.28 Prob > F = 0.0000

```
-----
-> effectcrisis = 0, apma = 1
-----
      roe |      Coef.   Std. Err.    t    P>|t|   [95% Conf. Interval]
-----+-----
      opprmar |   .774193   .1412743    5.48  0.000   .4914018   1.056984
      fsales |   .0128328  .0682076    0.19  0.851  -.1236996   .1493652
      sales |   .2793832   .4722105    0.59  0.556  -.6658488   1.224615
fsales_sales |   .0000109   .0000327    0.33  0.739  -.0000545   .0000764
      n |   -.94351   .8200317   -1.15  0.255  -2.584982   .6979619
      _cons |   7.638768   6.325851    1.21  0.232  -5.023799   20.30134
-----
      sigma_u |   1.286797
      sigma_e |   .44653309
      rho |   .89252497   (fraction of variance due to u_i)
-----
F test that all u_i=0:      F(52, 58) =      3.70      Prob > F = 0.0000
-----
```

```
-> effectcrisis = 1, apma = 0
insufficient observations
```

```
-> effectcrisis = 1, apma = 1
```

```
-----
      roe |      Coef.   Std. Err.    t    P>|t|   [95% Conf. Interval]
-----+-----
      opprmar |   .7106371   .1067628    6.66  0.000   .4988983   .922376
      fsales |  -.1305192   .3063087   -0.43  0.671  -.7380103   .4769718
      sales |   .5441767   .6872078    0.79  0.430  -.8187378   1.907091
fsales_sales |   .0001163   .0000927    1.25  0.212  -.0000676   .0003002
      n |  -.3607272   .5169399   -0.70  0.487  -1.385954   .6644994
      _cons |   .8930595   5.357023    0.17  0.868  -9.731332   11.51745
-----
      sigma_u |   .78726399
      sigma_e |   .47032223
      rho |   .73697233   (fraction of variance due to u_i)
-----
F test that all u_i=0:      F(60, 103) =      3.33      Prob > F = 0.0000
-----
```

Annexe 15 : F&A à LT régressions avec présence et absence et par secteur

```
. by s apma, sort : xtreg roe opprmar fsales sales fsales_sales n, fe
```

```
-> s = 1, apma = 0
insufficient observations
```

```
-> s = 1, apma = 1
```

```
-> s = 2, apma = 0
```

```
-----
      roe |      Coef.   Std. Err.    t    P>|t|   [95% Conf. Interval]
-----+-----
      opprmar |   .3726954   1.850301    0.20  0.850  -4.764564   5.509955
      fsales |   .0970044   1.239101    0.08  0.941  -3.34329   3.537299
      sales |   .8522851   1.828854    0.47  0.665  -4.225427   5.929997
fsales_sales |  -.0001932   .0002065   -0.94  0.403  -.0007666   .0003802
      n |  -1.085154   2.828107   -0.38  0.721  -8.937238   6.76693
      _cons |   5.10103   24.45957    0.21  0.845  -62.80963   73.01169
-----
      sigma_u |   .26762377
      sigma_e |   .26101605
      rho |   .51249753   (fraction of variance due to u_i)
-----
F test that all u_i=0:      F(5, 4) =      1.21      Prob > F = 0.4397
-----
```

```
-> s = 2, apma = 1
```

```
-----
      roe |      Coef.   Std. Err.    t    P>|t|   [95% Conf. Interval]
-----+-----
      opprmar |   3.183549   .5823063    5.47  0.001   1.840748   4.52635
      fsales |   .5067402   .4195619    1.21  0.262  -.4607712   1.474252
      sales |  -1.013621   1.104402   -0.92  0.386  -3.560376   1.533134
fsales_sales |   .0028167   .0047498    0.59  0.570  -.0081364   .0137697
      n |   .9444023   1.028789    0.92  0.385  -1.427989   3.316794
      _cons |  -8.813103   5.387757   -1.64  0.141  -21.23729   3.611088
-----
      sigma_u |   2.3667854
      sigma_e |   .17561107
      rho |   .99452478   (fraction of variance due to u_i)
-----
F test that all u_i=0:      F(5, 8) =      8.10      Prob > F = 0.0054
-----
```

-> s = 3, apma = 0

ro_e	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.862022	.1852652	4.65	0.001	.4492255 1.274819
fsales	-.0091118	.2450167	-0.04	0.971	-.555043 .5368195
sales	.7001377	.526243	1.33	0.213	-.4724048 1.87268
fsales_sales	-.0127916	.0177021	-0.72	0.486	-.0522344 .0266512
n	-1.114949	.4240621	-2.63	0.025	-2.059818 -.1700795
_cons	7.010412	4.059258	1.73	0.115	-2.034178 16.055
sigma_u	.78640917				
sigma_e	.21124301				
rho	.9327008	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(7, 10) = 7.38 Prob > F = 0.0028

-> s = 3, apma = 1

ro_e	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	1.494329	.3358818	4.45	0.000	.7856799 2.202977
fsales	.713026	.7947691	0.90	0.382	-.9637902 2.389842
sales	-3.797208	1.599461	-2.37	0.030	-7.171776 -.4226401
fsales_sales	.0037517	.0050135	0.75	0.464	-.0068258 .0143292
n	1.753217	1.295701	1.35	0.194	-.9804727 4.486906
_cons	7.774225	11.94214	0.65	0.524	-17.4215 32.96994
sigma_u	2.9273037				
sigma_e	.44376158				
rho	.97753552	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(7, 17) = 2.57 Prob > F = 0.0532

-> s = 4, apma = 0

ro_e	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.5639612	.3318773	1.70	0.099	-.112907 1.240829
fsales	.4374529	.6049864	0.72	0.475	-.796425 1.671331
sales	.5874662	1.078088	0.54	0.590	-1.611309 2.786241
fsales_sales	-.0726171	.0635109	-1.14	0.262	-.2021484 .0569142
n	-1.058698	.7827238	-1.35	0.186	-2.655074 .5376778
_cons	4.239396	4.672488	0.91	0.371	-5.290205 13.769
sigma_u	1.2473022				
sigma_e	.47617672				
rho	.87279474	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(21, 31) = 7.17 Prob > F = 0.0000

-> s = 4, apma = 1

ro_e	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.3767567	.226748	1.66	0.103	-.0791508 .8326641
fsales	.3811487	.7750941	0.49	0.625	-1.177283 1.93958
sales	-.2457172	1.031669	-0.24	0.813	-2.320027 1.828593
fsales_sales	.0001688	.0000852	1.98	0.053	-2.42e-06 .0003401
n	-.9377016	.8542131	-1.10	0.278	-2.655212 .7798089
_cons	9.874396	7.020777	1.41	0.166	-4.241823 23.99061
sigma_u	1.4110412				
sigma_e	.47719023				
rho	.8973698	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(21, 48) = 4.00 Prob > F = 0.0000

-> s = 5, apma = 0

ro_e	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.1882701	.2033541	0.93	0.369	-.2451689 .6217091
fsales	-.2058728	.1814957	-1.13	0.274	-.5927217 .1809761
sales	.422548	.2234256	1.89	0.078	-.0536723 .8987683
fsales_sales	.0403366	.0211438	1.91	0.076	-.0047302 .0854035
n	-.1235987	.2571132	-0.48	0.638	-.6716224 .4244251
_cons	.780566	2.313344	0.34	0.740	-4.15021 5.711342
sigma_u	.6670897				
sigma_e	.23525952				
rho	.88938461	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(10, 15) = 5.03 Prob > F = 0.0027

-> s = 5, apma = 1

roef	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.6232082	.0519881	11.99	0.000	.5165375 .7298789
fsales	-.0050065	.0320953	-0.16	0.877	-.0708606 .0608477
sales	.1891658	.2502817	0.76	0.456	-.3243699 .7027014
fsales_sales	4.94e-06	.0000155	0.32	0.752	-.0000268 .0000367
n	-.4893575	.3460412	-1.41	0.169	-1.199375 .2206604
_cons	4.417688	3.222583	1.37	0.182	-2.194505 11.02988
sigma_u	.54408327				
sigma_e	.21376014				
rho	.8662841	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(10, 27) = 9.21 Prob > F = 0.0000

-> s = 6, apma = 0

roef	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.0016763	.4970167	0.00	0.997	-1.275946 1.279299
fsales	-.8578358	1.354729	-0.63	0.554	-4.340279 2.624607
sales	-.516443	.5136818	-1.01	0.361	-1.836904 .804018
fsales_sales	-.0006071	.0021056	-0.29	0.785	-.0060199 .0048056
n	1.209955	1.215941	1.00	0.365	-1.915721 4.33563
_cons	2.44711	7.008441	0.35	0.741	-15.56866 20.46288
sigma_u	1.6721336				
sigma_e	.14411751				
rho	.99262644	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(4, 5) = 2.25 Prob > F = 0.1987

-> s = 6, apma = 1

roef	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	1.151363	.316995	3.63	0.007	.4203714 1.882355
fsales	-.8845549	.3685067	-2.40	0.043	-1.734333 -.034777
sales	1.388693	.5088074	2.73	0.026	.2153815 2.562005
fsales_sales	.0307228	.0234792	1.31	0.227	-.0234203 .0848658
n	-3.574838	.8596718	-4.16	0.003	-5.557245 -1.592431
_cons	29.37979	7.029734	4.18	0.003	13.16919 45.59038
sigma_u	13.612769				
sigma_e	.140107				
rho	.99989408	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(5, 8) = 5.27 Prob > F = 0.0195

-> s = 7, apma = 0

roef	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	1.281407	.1644307	7.79	0.081	-.8078836 3.370698
fsales	.2118085	.2591728	0.82	0.564	-3.081294 3.504911
sales	1.190691	.5577114	2.13	0.279	-5.895704 8.277087
fsales_sales	-.0507157	.0112122	-4.52	0.139	-.1931798 .0917484
n	.0925221	.2690118	0.34	0.789	-3.325597 3.510641
_cons	-10.52533	2.211429	-4.76	0.132	-38.6242 17.57354
sigma_u	3.2334616				
sigma_e	.02655349				
rho	.99993257	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(2, 1) = 78.56 Prob > F = 0.0795

-> s = 7, apma = 1
insufficient observations

-> s = 8, apma = 0

roef	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.5180256	.212983	2.43	0.019	.0878977 .9481534
fsales	.5203772	.3706642	1.40	0.168	-.2281943 1.268949
sales	.6793712	.6919796	0.98	0.332	-.71811 2.076852
fsales_sales	-.0247478	.0154219	-1.60	0.116	-.055893 .0063974
n	-1.032589	.8019002	-1.29	0.205	-2.652059 .5868816
_cons	2.267833	5.091453	0.45	0.658	-8.014564 12.55023
sigma_u	.77743329				
sigma_e	.33477713				
rho	.84357414	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(23, 41) = 3.25 Prob > F = 0.0005

-> s = 8, apma = 1

```
-----  
      roe |      Coef.  Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]  
-----+-----  
      opprmar |  1.005364   .1877731    5.35  0.000   .6296307   1.381097  
      fsales |  .5076102   .8340923    0.61  0.545  -1.161405   2.176625  
      sales |  .5520363   1.13579    0.49  0.629  -1.720674   2.824746  
fsales_sales |  .0017041   .0188193    0.09  0.928  -.0359533   .0393614  
      n | -1.571931   .8478107   -1.85  0.069  -3.268397   .124534  
      _cons |  7.284956   6.377372    1.14  0.258  -5.476136  20.04605  
-----+-----  
      sigma_u |  1.2869169  
      sigma_e |  .51102507  
      rho |  .86379472   (fraction of variance due to u_i)  
-----+-----  
F test that all u_i=0:      F(24, 59) =      3.17          Prob > F = 0.0002
```

. by s apma, sort : xtreg roa opprmar fsales sales fsales_sales n, fe

-> s = 1, apma = 0
insufficient observations

-> s = 1, apma = 1
insufficient observations

-> s = 2, apma = 0

```
-----  
      roa |      Coef.  Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]  
-----+-----  
      opprmar |  1.97759   1.585365    1.25  0.280  -2.424089   6.379269  
      fsales | -.0778651   1.06168   -0.07  0.945  -3.02556    2.86983  
      sales |  .6963514   1.566989    0.44  0.680  -3.654307   5.047009  
fsales_sales | -.0002333   .000177   -1.32  0.258  -.0007246   .000258  
      n | -1.7438    2.423164   -0.72  0.512  -8.47158    4.983981  
      _cons |  9.920724  20.95732    0.47  0.661  -48.26613  68.10757  
-----+-----  
      sigma_u |  2.9851032  
      sigma_e |  .22364237  
      rho |  .9944184   (fraction of variance due to u_i)  
-----+-----  
F test that all u_i=0:      F(5, 4) =      5.39          Prob > F = 0.0640
```

-> s = 2, apma = 1

```
-----  
      roa |      Coef.  Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]  
-----+-----  
      opprmar |  4.229262   .6410536    6.60  0.000   2.779098   5.679426  
      fsales | -.5493322   .5542116   -0.99  0.347  -1.7043816  1.803046  
      sales | -2.121785   1.386467   -1.53  0.160  -5.258192   1.014621  
fsales_sales |  .0060382   .0061515    0.98  0.352  -.0078774   .0199539  
      n |  2.599459   1.204081    2.16  0.059  -.1243603   5.323279  
      _cons | -19.02483   6.174258   -3.08  0.013  -32.99197  -5.057686  
-----+-----  
      sigma_u |  3.3069773  
      sigma_e |  .23234165  
      rho |  .99508806   (fraction of variance due to u_i)  
-----+-----  
F test that all u_i=0:      F(5, 9) =     22.91          Prob > F = 0.0001
```

-> s = 3, apma = 0

```
-----  
      roa |      Coef.  Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]  
-----+-----  
      opprmar |  .8533287   .114557    7.45  0.000   .5980797   1.108578  
      fsales | -.0793593   .1515038   -0.52  0.612  -.4169309   .2582123  
      sales |  .642992    .3253975    1.98  0.076  -.0820388   1.368023  
fsales_sales |  .0030872   .0109459    0.28  0.784  -.0213019   .0274763  
      n | -.9286515   .2622149   -3.54  0.005  -1.512903  -3.3444004  
      _cons |  4.951862   2.510005    1.97  0.077  -.6407773  10.5445  
-----+-----  
      sigma_u |  .60643307  
      sigma_e |  .13062017  
      rho |  .95566366   (fraction of variance due to u_i)  
-----+-----  
F test that all u_i=0:      F(7, 10) =     10.65          Prob > F = 0.0006
```

-> s = 3, apma = 1

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	1.210282	.3026676	4.00	0.001	.5744012 1.846163
fsales	.6605573	.7165891	0.92	0.369	-.8449404 2.166055
sales	-3.299754	1.413671	-2.33	0.031	-6.269766 -.3297421
fsales_sales	.0037135	.0045209	0.82	0.422	-.0057846 .0132116
n	1.198257	1.110155	1.08	0.295	-1.134093 3.530607
_cons	9.321719	10.73195	0.87	0.397	-13.22528 31.86872
sigma_u	2.5673031				
sigma_e	.40023923				
rho	.97627228	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(7, 18) = 3.55 Prob > F = 0.0143

-> s = 4, apma = 0

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	-.0418439	.2541594	-0.16	0.870	-.5595497 .4758619
fsales	-.2377083	.7428673	-0.32	0.751	-1.750879 1.275463
sales	1.90673	1.231194	1.55	0.131	-.6011302 4.414591
fsales_sales	-.0199795	.0806885	-0.25	0.806	-.1843365 .1443775
n	-1.285616	.9652428	-1.33	0.192	-3.251751 .6805196
_cons	1.545356	5.964105	0.26	0.797	-10.60313 13.69384
sigma_u	1.7393192				
sigma_e	.60746874				
rho	.89128134	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(21, 32) = 2.23 Prob > F = 0.0201

-> s = 4, apma = 1

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.401919	.2343364	1.72	0.093	-.0689976 .8728356
fsales	1.407942	.8624444	1.63	0.109	-.3252053 3.141088
sales	-1.502323	1.142752	-1.31	0.195	-3.79877 .7941235
fsales_sales	.0001873	.0000901	2.08	0.043	6.32e-06 .0003684
n	-.9006805	.9203935	-0.98	0.333	-2.75028 .9489195
_cons	11.04838	7.906931	1.40	0.169	-4.841195 26.93795
sigma_u	1.9943828				
sigma_e	.50192342				
rho	.94043558	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(22, 49) = 4.86 Prob > F = 0.0000

-> s = 5, apma = 0

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.1323651	.1446048	0.92	0.374	-.1758527 .440583
fsales	-.2590902	.1290613	-2.01	0.063	-.5341779 .0159975
sales	.2648045	.1588776	1.67	0.116	-.0738351 .603444
fsales_sales	.0402043	.0150353	2.67	0.017	.0081573 .0722513
n	.2982682	.1828328	1.63	0.124	-.0914307 .6879671
_cons	-3.784258	1.645016	-2.30	0.036	-7.290526 -.2779905
sigma_u	1.2901484				
sigma_e	.1672927				
rho	.9834639	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(10, 15) = 21.34 Prob > F = 0.0000

-> s = 5, apma = 1

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.1788272	.0572294	3.12	0.004	.0614022 .2962523
fsales	-.0123552	.0353311	-0.35	0.729	-.0848486 .0601383
sales	.1837532	.2755147	0.67	0.510	-.3815563 .7490628
fsales_sales	-1.47e-06	.0000171	-0.09	0.932	-.0000365 .0000335
n	-.9170603	.3809285	-2.41	0.023	-1.698661 -.1354595
_cons	7.23062	3.547478	2.04	0.051	-.0482037 14.50944
sigma_u	1.2323888				
sigma_e	.23531108				
rho	.96482471	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(10, 27) = 10.71 Prob > F = 0.0000

-> s = 6, apma = 0

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.464025	.4862492	0.95	0.384	-.7859185 1.713968
fsales	-.82957	1.32538	-0.63	0.559	-4.236568 2.577428
sales	-.562271	.5025532	-1.12	0.314	-1.854125 .7295832
fsales_sales	.0005606	.00206	0.27	0.796	-.0047348 .0058561
n	1.215112	1.189598	1.02	0.354	-1.842848 4.273072
_cons	.4305976	6.856608	0.06	0.952	-17.19487 18.05607
sigma_u	1.7045105				
sigma_e	.14099531				
rho	.99320408	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(4, 5) = 0.52 Prob > F = 0.7263

-> s = 6, apma = 1

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	-.1182675	.3571376	-0.33	0.748	-.9261688 .6896339
fsales	-1.018622	.5811302	-1.75	0.114	-2.33323 .2959862
sales	1.179683	.8046654	1.47	0.177	-.6405968 2.999962
fsales_sales	.0636	.0357453	1.78	0.109	-.0172616 .1444615
n	-1.509062	1.173908	-1.29	0.231	-4.164628 1.146503
_cons	13.83573	9.895673	1.40	0.196	-8.549838 36.2213
sigma_u	6.6847956				
sigma_e	.22329722				
rho	.99888543	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(5, 9) = 1.63 Prob > F = 0.2465

-> s = 7, apma = 0

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	1.660307	.2410254	6.89	0.092	-1.40221 4.722825
fsales	-.4664918	.3798998	-1.23	0.435	-5.293577 4.360593
sales	.8469585	.8175028	1.04	0.489	-9.540399 11.23432
fsales_sales	.0028006	.016435	0.17	0.893	-.2060256 .2116268
n	1.616651	.394322	4.10	0.152	-3.393685 6.626987
_cons	-21.44501	3.24155	-6.62	0.096	-62.63281 19.74279
sigma_u	3.5849231				
sigma_e	.03892256				
rho	.99988213	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(2, 1) = 50.33 Prob > F = 0.0992

-> s = 7, apma = 1

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	-.3769751	2.020772	-0.19	0.864	-6.807974 6.054024
fsales	-8.014253	7.912757	-1.01	0.386	-33.19618 17.16767
sales	16.75431	20.17384	0.83	0.467	-47.44787 80.95648
fsales_sales	-.0014272	.0196128	-0.07	0.947	-.0638438 .0609894
n	-4.242169	3.89864	-1.09	0.356	-16.64938 8.165043
_cons	-32.3675	67.83826	-0.48	0.666	-248.2591 183.5241
sigma_u	3.848451				
sigma_e	.869238				
rho	.9514604	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(3, 3) = 0.31 Prob > F = 0.8195

-> s = 8, apma = 0

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.3320254	.1652784	2.01	0.051	-.0017612 .6658119
fsales	.3639276	.2876417	1.27	0.213	-.2169766 .9448318
sales	.7438741	.5369879	1.39	0.173	-.340595 1.828343
fsales_sales	-.0177611	.0119677	-1.48	0.145	-.0419302 .0064081
n	-.8256853	.6222882	-1.33	0.192	-2.082422 .4310512
_cons	.4930694	3.951054	0.12	0.901	-7.486245 8.472384
sigma_u	.85348199				
sigma_e	.25979274				
rho	.9152026	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(23, 41) = 2.57 Prob > F = 0.0041

-> s = 8, apma = 1

```
-----  
      roa |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]  
-----+-----  
      opprmar |   .7713324   .1521834    5.07   0.000    .4670228   1.075642  
      fsales |  -.2754458   .57828     -0.48   0.636   -1.431788   .8808966  
      sales |   .1456483   .9383588    0.16   0.877   -1.730716   2.022013  
fsales_sales |   .0104104   .015434    0.67   0.503   -.0204517   .0412726  
      n |  -.4456077   .6248691   -0.71   0.478   -1.695111   .8038953  
      _cons |   5.312284   5.238238    1.01   0.315   -5.162221   15.78679  
-----+-----  
      sigma_u |  1.1248489  
      sigma_e |  .42227954  
      rho |  .87647591   (fraction of variance due to u_i)  
-----+-----  
F test that all u_i=0:      F(24, 61) =      2.52      Prob > F = 0.0019
```

. by s apma, sort : xtreg pbr opprmar fsales sales fsales_sales n, fe

-> s = 1, apma = 0
insufficient observations

-> s = 1, apma = 1
insufficient observations

-> s = 2, apma = 0

```
-----  
      pbr |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]  
-----+-----  
      opprmar |  -1.17912   1.467673   -0.80   0.481   -5.849912   3.491671  
      fsales |  -.7589027   .826818   -0.92   0.426   -3.390207   1.872401  
      sales |  -.8888711   1.250475   -0.71   0.528   -4.868439   3.090697  
fsales_sales |  -.0001873   .0001452   -1.29   0.288   -.0006495   .0002749  
      n |   .4828397   1.870292    0.26   0.813   -5.469265   6.434944  
      _cons |  11.71444   16.08988    0.73   0.519   -39.49074   62.91962  
-----+-----  
      sigma_u |  3.9766242  
      sigma_e |  .17082987  
      rho |  .99815797   (fraction of variance due to u_i)  
-----+-----  
F test that all u_i=0:      F(3, 3) =      3.86      Prob > F = 0.1483
```

-> s = 2, apma = 1

```
-----  
      pbr |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]  
-----+-----  
      opprmar |  -.2144155   .5647694   -0.38   0.717   -1.596356   1.167525  
      fsales |  -.1114141   .3811679   -0.30   0.775   -1.046825   .8185431  
      sales |  -1.344983   1.139506   -1.18   0.283   -4.133255   1.443289  
fsales_sales |  -.0029512   .0041567   -0.71   0.504   -.0131223   .0072199  
      n |  -.9776338   1.187493   -0.82   0.442   -3.883325   1.928058  
      _cons |  22.81394   6.929666    3.29   0.017   5.857662   39.77023  
-----+-----  
      sigma_u |  4.1891678  
      sigma_e |  .14884651  
      rho |  .99873912   (fraction of variance due to u_i)  
-----+-----  
F test that all u_i=0:      F(4, 6) =      8.08      Prob > F = 0.0136
```

-> s = 3, apma = 0

```
-----  
      pbr |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]  
-----+-----  
      opprmar |   .0276643   .2655528    0.10   0.919   -.5640243   .6193529  
      fsales |  -.4036417   .3511987   -1.15   0.277   -1.186161   .3788777  
      sales |   2.056317   .7542989    2.73   0.021   .3756342   3.736999  
fsales_sales |  -.0023929   .0253736   -0.09   0.927   -.0589289   .0541431  
      n |  -.4660757   .6078361   -0.77   0.461   -1.820419   .8882676  
      _cons |  -7.680894   5.818403   -1.32   0.216   -20.6451   5.283316  
-----+-----  
      sigma_u |  2.1493908  
      sigma_e |  .30278856  
      rho |  .98054129   (fraction of variance due to u_i)  
-----+-----  
F test that all u_i=0:      F(7, 10) =      5.12      Prob > F = 0.0105
```


-> s = 3, apma = 1

pbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.4649551	.2964645	1.57	0.134	-.1578937 1.087804
fsales	.303514	.7019028	0.43	0.671	-1.171129 1.778157
sales	-1.996592	1.384698	-1.44	0.167	-4.905734 .9125506
fsales_sales	.0010223	.0044283	0.23	0.820	-.0082811 .0103258
n	-.0824224	1.087403	-0.08	0.940	-2.366972 2.202127
_cons	14.18708	10.51201	1.35	0.194	-7.897823 36.27198
sigma_u	2.4856287				
sigma_e	.39203643				
rho	.97572781	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(7, 18) = 2.54 Prob > F = 0.0528

-> s = 4, apma = 0

pbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.0593747	.1036598	0.57	0.571	-.1515227 .2702721
fsales	-.4117065	.4258204	-0.97	0.341	-1.278045 .4546316
sales	.5543066	.6890113	0.80	0.427	-.8474974 1.956111
fsales_sales	-.0143823	.0446588	-0.32	0.749	-.1052412 .0764767
n	-.3372641	.5584212	-0.60	0.550	-1.473381 .7988524
_cons	2.672845	3.523371	0.76	0.453	-4.495507 9.841197
sigma_u	.80133105				
sigma_e	.3579697				
rho	.83364057	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(21, 33) = 5.82 Prob > F = 0.0000

-> s = 4, apma = 1

pbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.1363161	.1345684	1.01	0.316	-.1333651 .4059973
fsales	-.237781	.4447141	-0.53	0.595	-1.129008 .6534461
sales	.0245555	.6262159	0.04	0.969	-1.230409 1.27952
fsales_sales	.0001919	.0000565	3.40	0.001	.0000788 .0003051
n	-1.419257	.5702385	-2.49	0.016	-2.56204 -.2764734
_cons	15.2967	4.641975	3.30	0.002	5.99397 24.59942
sigma_u	2.6958764				
sigma_e	.32024762				
rho	.9860849	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(23, 55) = 4.63 Prob > F = 0.0000

-> s = 5, apma = 0

pbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.1766902	.1235544	1.43	0.173	-.0866597 .4400401
fsales	.018513	.1102736	0.17	0.869	-.2165296 .2535555
sales	.1721336	.1357495	1.27	0.224	-.1172095 .4614767
fsales_sales	.0046443	.0128466	0.36	0.723	-.0227375 .0320261
n	.2734633	.1562175	1.75	0.100	-.0595063 .6064329
_cons	-4.018859	1.405547	-2.86	0.012	-7.014712 -1.023006
sigma_u	1.4571278				
sigma_e	.14293955				
rho	.99046874	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(10, 15) = 10.70 Prob > F = 0.0000

-> s = 5, apma = 1

pbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.0995865	.0664023	1.50	0.145	-.0366597 .2358327
fsales	-.0437367	.040994	-1.07	0.295	-.1278495 .0403762
sales	.548101	.3196748	1.71	0.098	-.1078174 1.204019
fsales_sales	.0000107	.0000198	0.54	0.593	-.0000299 .0000513
n	-1.900072	.4419845	-4.30	0.000	-2.806949 -.993195
_cons	13.92498	4.116075	3.38	0.002	5.479488 22.37046
sigma_u	2.6391433				
sigma_e	.2730272				
rho	.98941081	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(10, 27) = 7.42 Prob > F = 0.0000

-> s = 6, apma = 0

pbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
opprmar	-.3475513	.3036017	-1.14	0.304	-1.127984	.4328816
fsales	1.717918	.8275337	2.08	0.093	-.4093251	3.845161
sales	.0918059	.3137815	0.29	0.782	-.714795	.8984069
fsales_sales	.0001743	.0012862	0.14	0.897	-.003132	.0034807
n	-.7776028	.742755	-1.05	0.343	-2.686915	1.13171
_cons	-4.586734	4.281092	-1.07	0.333	-15.59163	6.418163
sigma_u	4.7520925					
sigma_e	.08803389					
rho	.99965693				(fraction of variance due to u_i)	
F test that all u_i=0:		F(4, 5) =	18.62		Prob > F = 0.0033	

-> s = 6, apma = 1

pbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
opprmar	.2465255	.4612575	0.53	0.606	-.7969116	1.289963
fsales	-1.23425	.750553	-1.64	0.134	-2.932119	.4636189
sales	.7998218	1.039258	0.77	0.461	-1.551142	3.150786
fsales_sales	.0525765	.0461665	1.14	0.284	-.0518595	.1570124
n	-1.847168	1.51615	-1.22	0.254	-5.276937	1.582602
_cons	20.04256	12.78066	1.57	0.151	-8.869303	48.95442
sigma_u	9.6037525					
sigma_e	.28839733					
rho	.99909903				(fraction of variance due to u_i)	
F test that all u_i=0:		F(5, 9) =	4.68		Prob > F = 0.0221	

-> s = 7, apma = 0

pbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
opprmar	1.334895	.7679147	1.74	0.332	-8.422387	11.09218
fsales	.2693106	1.210373	0.22	0.861	-15.10994	15.64856
sales	.9459057	2.604591	0.36	0.778	-32.14856	34.04037
fsales_sales	.0087329	.0523624	0.17	0.895	-.6565943	.6740601
n	.0244948	1.256323	0.02	0.988	-15.9386	15.98759
_cons	-10.26152	10.32768	-0.99	0.502	-141.4872	120.9641
sigma_u	2.6329337					
sigma_e	.12400854					
rho	.99778659				(fraction of variance due to u_i)	
F test that all u_i=0:		F(2, 1) =	3.10		Prob > F = 0.3728	

-> s = 7, apma = 1

pbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
opprmar	1.691447	.5607935	3.02	0.030	.2498816	3.133013
fsales	-.3139334	1.938752	-0.16	0.878	-5.297654	4.669787
sales	-.1381232	2.924223	-0.05	0.964	-7.655077	7.37883
fsales_sales	.0078501	.0074893	1.05	0.343	-.0114018	.0271019
n	-.0255756	.7517561	-0.03	0.974	-1.958026	1.906875
_cons	-.4451684	9.964367	-0.04	0.966	-26.05939	25.16905
sigma_u	1.5022101					
sigma_e	.37502767					
rho	.94133113				(fraction of variance due to u_i)	
F test that all u_i=0:		F(3, 5) =	1.06		Prob > F = 0.4446	

-> s = 8, apma = 0

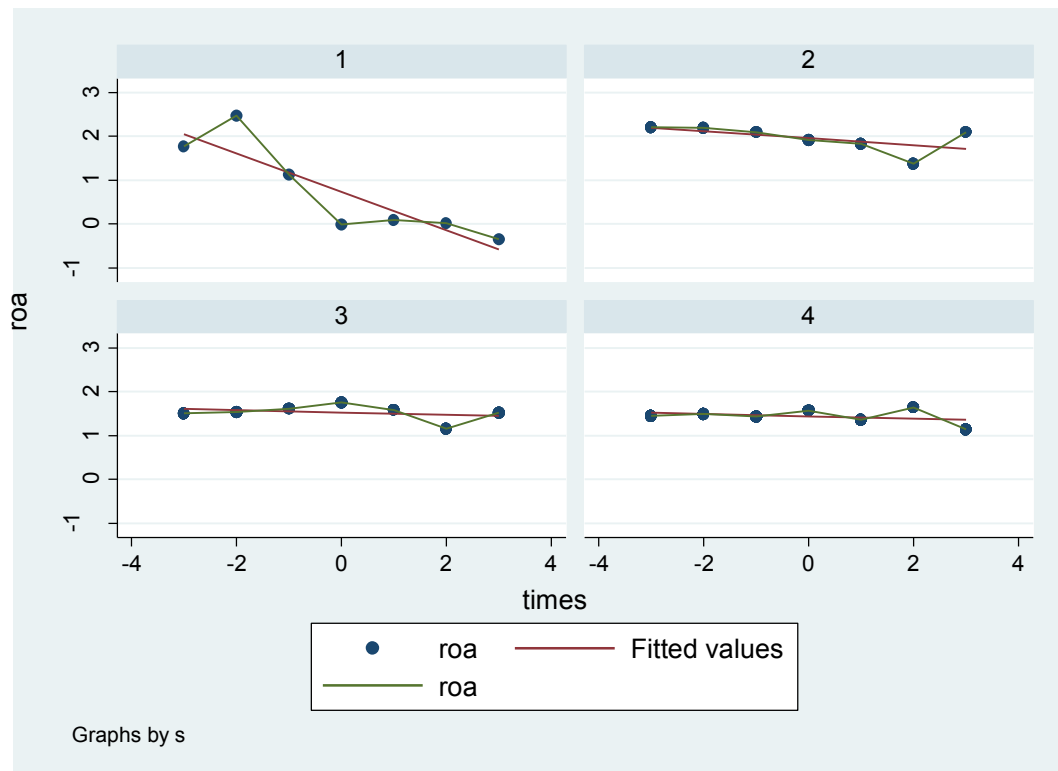
pbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
opprmar	.1461382	.0785795	1.86	0.070	-.0123324	.3046089
fsales	-.3887868	.1651242	-2.35	0.023	-.7217916	-.0557821
sales	.6034636	.2835294	2.13	0.039	.031672	1.175255
fsales_sales	.0052465	.0066581	0.79	0.435	-.0081808	.0186738
n	-.0076645	.3078384	-0.02	0.980	-.6284798	.6131508
_cons	-1.437519	2.11756	-0.68	0.501	-5.707985	2.832948
sigma_u	.69668732					
sigma_e	.15112782					
rho	.95505895				(fraction of variance due to u_i)	
F test that all u_i=0:		F(24, 43) =	25.87		Prob > F = 0.0000	

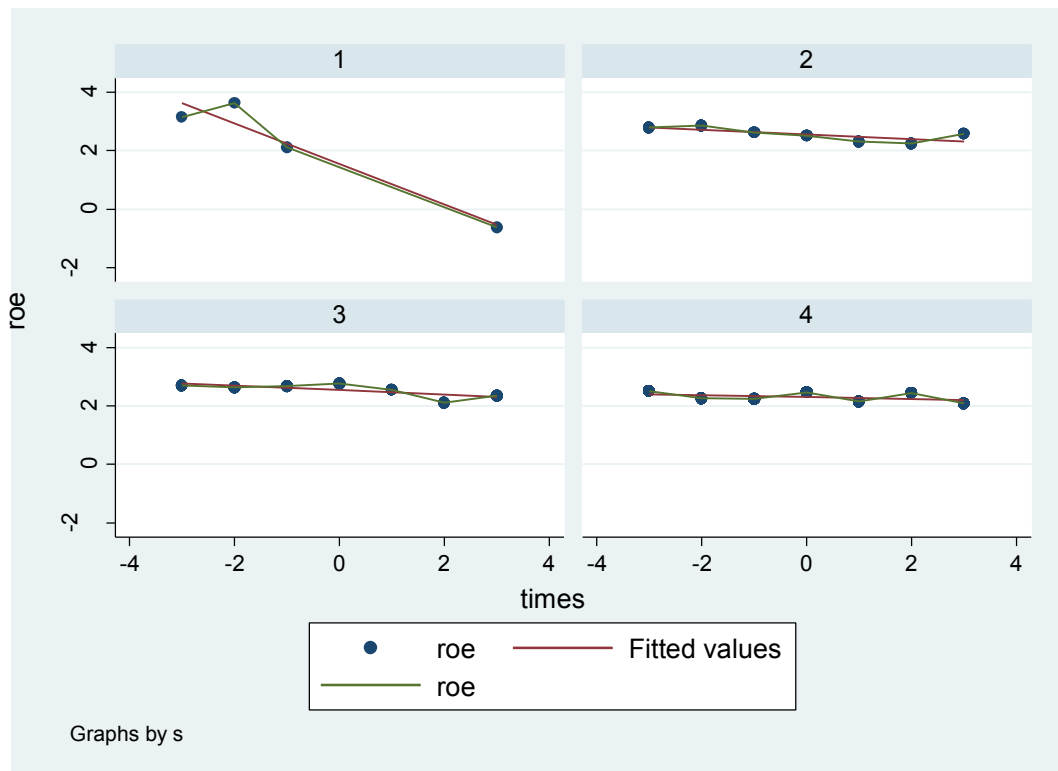
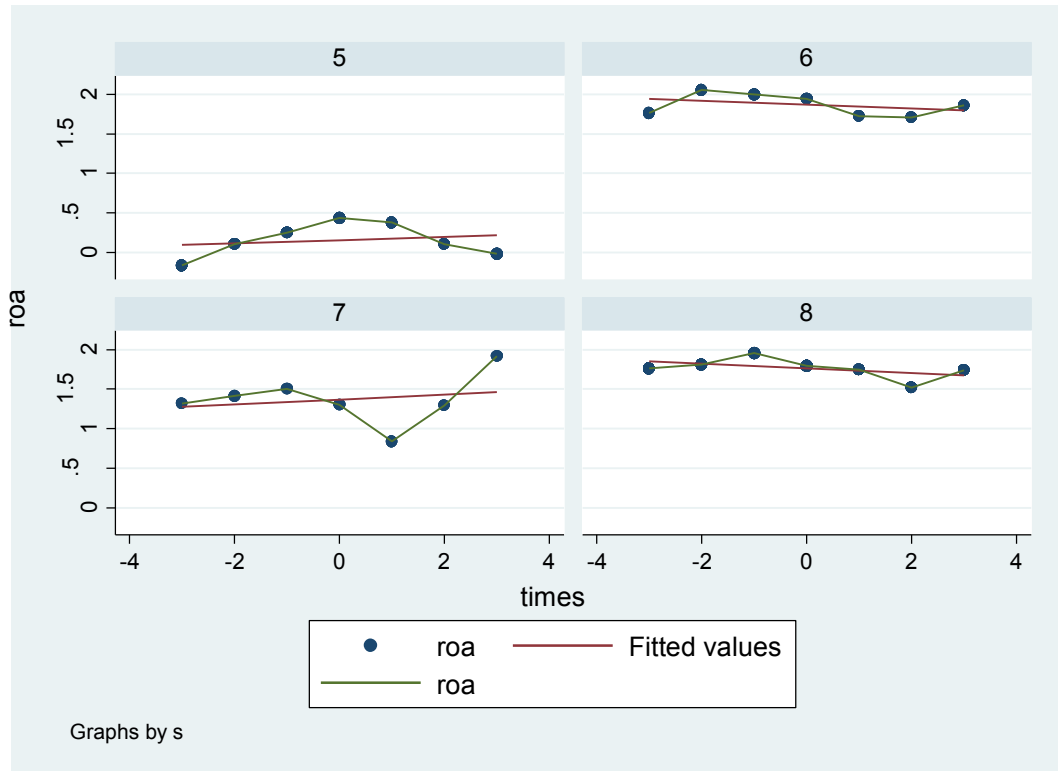
-> s = 8, apma = 1

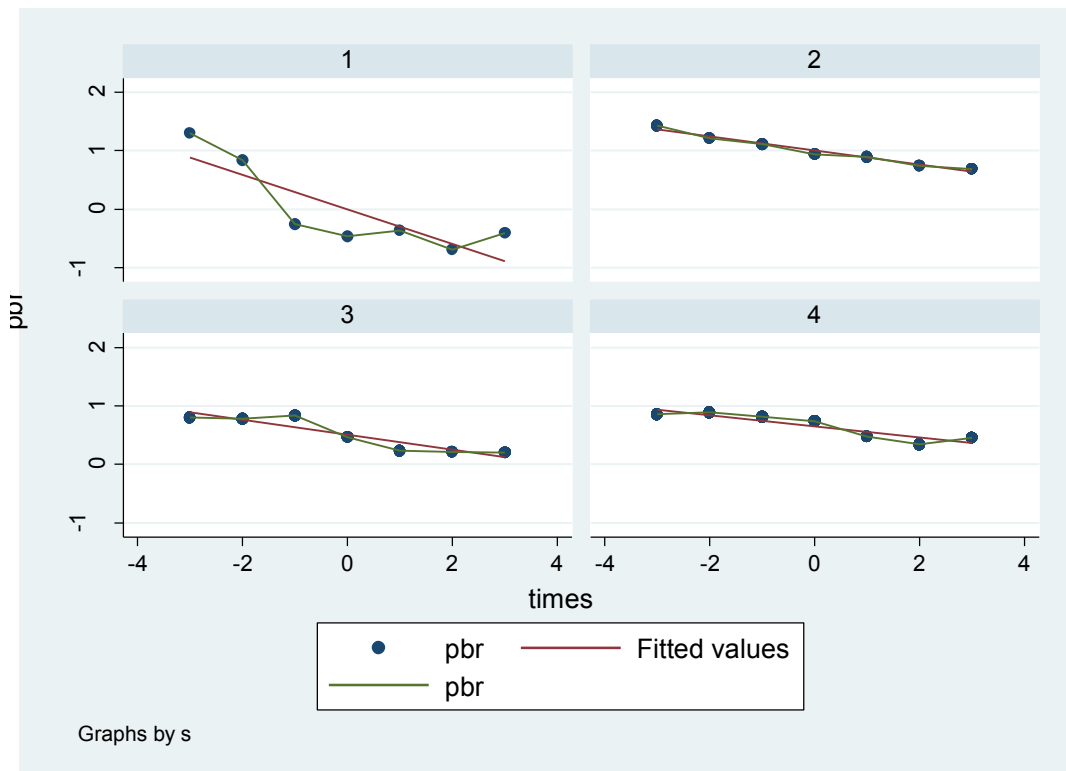
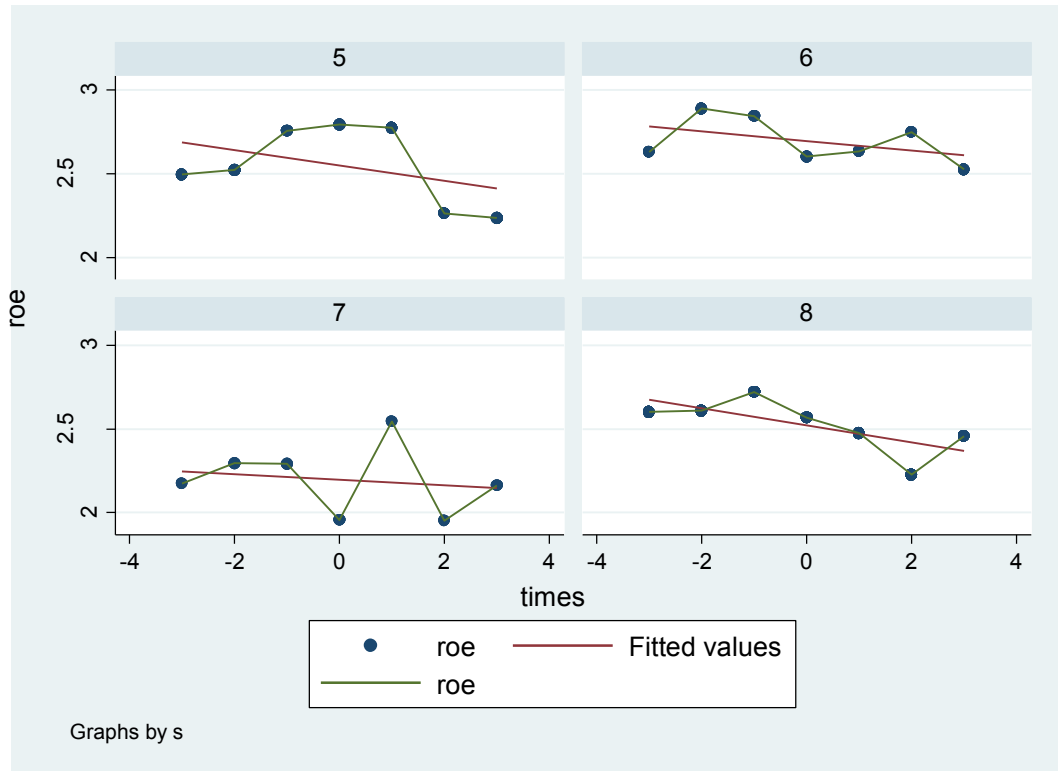
	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.0245557	.0444016	0.55	0.582	-.0640951 .1132064
fsales	.1433676	.3399541	0.42	0.675	-.5353727 .8221079
sales	-1.045618	.5942901	-1.76	0.083	-2.232157 .14092
fsales_sales	-.0111568	.0101659	-1.10	0.276	-.0314537 .00914
n	-.8665059	.3717316	-2.33	0.023	-1.608692 -.1243197
_cons	16.68224	3.227386	5.17	0.000	10.23856 23.12593
sigma_u	2.8882199				
sigma_e	.28045344				
rho	.99065917				(fraction of variance due to u_i)

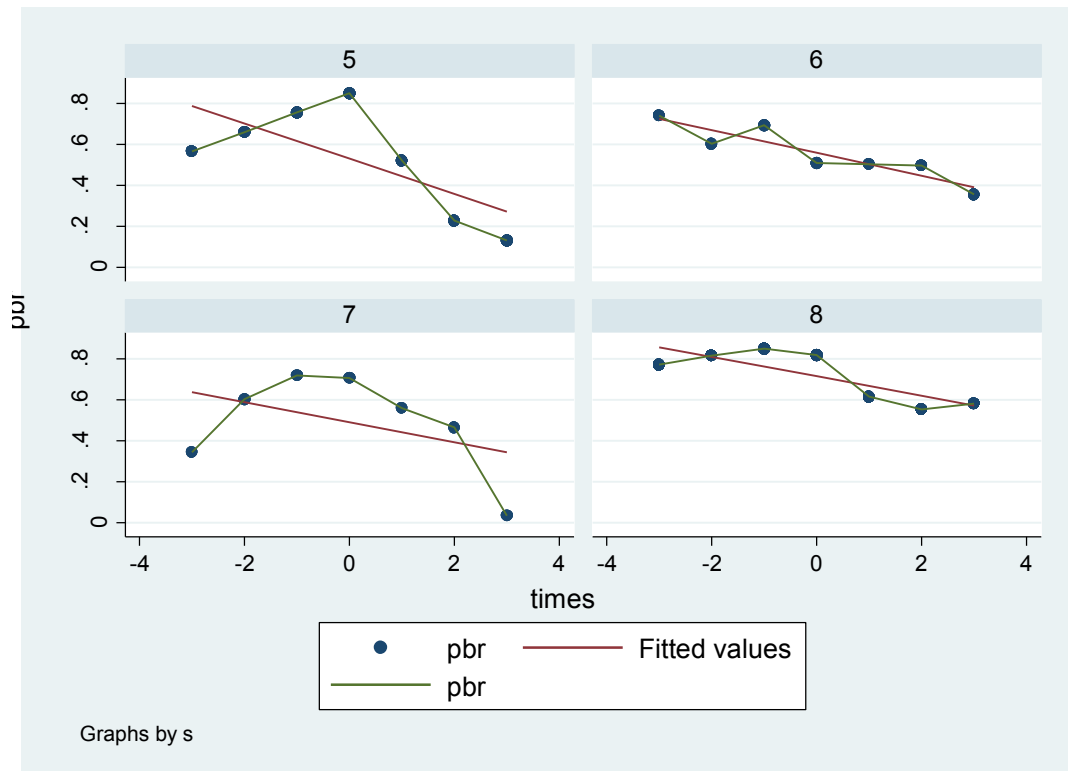
F test that all u_i=0: F(24, 66) = 10.23 Prob > F = 0.0000

Annexe 16 : F&A à LT régressions avec présence et absence et par secteur représenté en graphiques









Annexe 17 : F&A à LT régressions avec présence, absence, effet crise et par secteur

ROA

```
. by s effectcrisis apma, sort : xtreg roa opprmar fsales sales fsales_sales n, fe
```

```
-----
-> s = 1, effectcrisis = 0, apma = 0
insufficient observations
```

```
-----
-> s = 1, effectcrisis = 0, apma = 1
insufficient observations
```

```
-----
-> s = 2, effectcrisis = 0, apma = 0
```

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	1.97759	1.585365	1.25	0.280	-2.424089 6.379269
fsales	-.0778651	1.06168	-0.07	0.945	-3.02556 2.86983
sales	.6963514	1.566989	0.44	0.680	-3.654307 5.047009
fsales_sales	-.0002333	.000177	-1.32	0.258	-.0007246 .000258
n	-1.7438	2.423164	-0.72	0.512	-8.47158 4.983981
_cons	9.467877	20.57272	0.46	0.669	-47.65114 66.5869

```
-----
sigma_u | 1.2614624
sigma_e | .22364237
rho | .96952671 (fraction of variance due to u_i)
```

```
-----
F test that all u_i=0: F(4, 4) = 4.97 Prob > F = 0.0748
```

```
-----
-> s = 2, effectcrisis = 0, apma = 1
insufficient observations
```

```
-----
-> s = 2, effectcrisis = 1, apma = 0
```

```
-----
-> s = 2, effectcrisis = 1, apma = 1
insufficient observations
-----
```

-> s = 3, effectcrisis = 0, apma = 0

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
opprmar	.8348839	.1079573	7.73	0.000	.5859339	1.083834
fsales	-.0389991	.1440704	-0.27	0.793	-.3712262	.2932279
sales	.7139523	.3160641	2.26	0.054	-.0148929	1.442797
fsales_sales	-.0000564	.0104615	-0.01	0.996	-.0241805	.0240678
n	-1.098672	.2644131	-4.16	0.003	-1.708409	-.4889339
_cons	5.859426	2.426921	2.41	0.042	.2629368	11.45592
sigma_u	.6295731					
sigma_e	.12216564					
rho	.9637128				(fraction of variance due to u_i)	

F test that all u_i=0: F(7, 8) = 10.06 Prob > F = 0.0021

-> s = 3, effectcrisis = 0, apma = 1

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
opprmar	1.694041	.6353933	2.67	0.117	-1.039836	4.427918
fsales	3.515712	1.676111	2.10	0.171	-3.69601	10.72743
sales	-8.798915	2.986138	-2.95	0.098	-21.64723	4.049401
fsales_sales	.0204313	.0090877	2.25	0.154	-.0186699	.0595324
n	5.095872	1.309748	3.89	0.060	-.5395188	10.73126
_cons	-5.737998	11.99283	-0.48	0.680	-57.33899	45.86299
sigma_u	2.5605648					
sigma_e	.16560527					
rho	.99583453				(fraction of variance due to u_i)	

F test that all u_i=0: F(3, 2) = 19.04 Prob > F = 0.0503

-> s = 3, effectcrisis = 1, apma = 0
insufficient observations

-> s = 3, effectcrisis = 1, apma = 1

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
opprmar	1.312896	.4220349	3.11	0.013	.3581869	2.267606
fsales	-.9937046	1.247482	-0.80	0.446	-3.815705	1.828296
sales	1.156364	2.85229	0.41	0.695	-5.295965	7.608693
fsales_sales	-.05509	.109726	-0.50	0.628	-.3033075	.1931276
n	1.440989	1.438954	1.00	0.343	-1.814151	4.696129
_cons	-16.49372	21.28464	-0.77	0.458	-64.64292	31.65549
sigma_u	1.6392688					
sigma_e	.44097003					
rho	.93251987				(fraction of variance due to u_i)	

F test that all u_i=0: F(5, 9) = 1.22 Prob > F = 0.3748

-> s = 4, effectcrisis = 0, apma = 0

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
opprmar	-.0563275	.2619654	-0.22	0.831	-.5913322	.4786772
fsales	-.2777567	.7652489	-0.36	0.719	-1.840603	1.28509
sales	1.987428	1.270495	1.56	0.128	-.6072681	4.582125
fsales_sales	-.015514	.0833091	-0.19	0.854	-1.1856538	.1546259
n	-1.285636	.9913358	-1.30	0.205	-3.310214	.7389419
_cons	1.252411	6.156148	0.20	0.840	-11.32012	13.82494
sigma_u	1.8217109					
sigma_e	.62344201					
rho	.89515851				(fraction of variance due to u_i)	

F test that all u_i=0: F(21, 30) = 2.06 Prob > F = 0.0340

-> s = 4, effectcrisis = 0, apma = 1

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
opprmar	.4664236	.4324913	1.08	0.304	-.4854833	1.41833
fsales	1.691082	1.8225	0.93	0.373	-2.320212	5.702376
sales	-1.723126	2.194007	-0.79	0.449	-6.552103	3.105851
fsales_sales	-.0098158	.0510032	-0.19	0.851	-.122073	.1024414
n	.8720211	2.955257	0.30	0.773	-5.632457	7.376499
_cons	-6.846479	26.8181	-0.26	0.803	-65.87271	52.17976
sigma_u	3.0912642					
sigma_e	.49854548					
rho	.97464954				(fraction of variance due to u_i)	

F test that all u_i=0: F(14, 11) = 4.12 Prob > F = 0.0117

-> s = 4, effectcrisis = 1, apma = 0
insufficient observations

-> s = 4, effectcrisis = 1, apma = 1

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
opprmar	.2545755	.3473817	0.73	0.470	-.4608704	.9700214
fsales	1.816116	1.577189	1.15	0.260	-1.432165	5.064397
sales	-4.083853	2.927913	-1.39	0.175	-10.114	1.946296
fsales_sales	.000171	.0001205	1.42	0.168	-.0000773	.0004193
n	1.084287	2.337997	0.46	0.647	-3.730907	5.899482
_cons	9.335191	17.0535	0.55	0.589	-25.78715	44.45753
sigma_u	3.7586619					
sigma_e	.54917999					
rho	.97909794	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(15, 25) = 2.89 Prob > F = 0.0092

-> s = 4, effectcrisis = 1, apma = 1

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
opprmar	.2545755	.3473817	0.73	0.470	-.4608704	.9700214
fsales	1.816116	1.577189	1.15	0.260	-1.432165	5.064397
sales	-4.083853	2.927913	-1.39	0.175	-10.114	1.946296
fsales_sales	.000171	.0001205	1.42	0.168	-.0000773	.0004193
n	1.084287	2.337997	0.46	0.647	-3.730907	5.899482
_cons	9.335191	17.0535	0.55	0.589	-25.78715	44.45753
sigma_u	3.7586619					
sigma_e	.54917999					
rho	.97909794	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(15, 25) = 2.89 Prob > F = 0.0092

-> s = 5, effectcrisis = 0, apma = 0

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
opprmar	.1323651	.1446048	0.92	0.374	-.1758527	.440583
fsales	-.2590902	.1290613	-2.01	0.063	-.5341779	.0159975
sales	.2648045	.1588776	1.67	0.116	-.0738351	.603444
fsales_sales	.0402043	.0150353	2.67	0.017	.0081573	.0722513
n	.2982682	.1828328	1.63	0.124	-.0914307	.6879671
_cons	-3.784258	1.645016	-2.30	0.036	-7.290526	-.2779905
sigma_u	1.2901484					
sigma_e	.1672927					
rho	.9834639	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(10, 15) = 21.34 Prob > F = 0.0000

-> s = 5, effectcrisis = 0, apma = 1

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
opprmar	.3467758	.1261929	2.75	0.033	.0379927	.6555588
fsales	-.0314083	.0166139	-1.89	0.108	-.0720611	.0092446
sales	.0101486	.1745111	0.06	0.956	-.4168648	.437162
fsales_sales	-5.51e-06	6.40e-06	-0.86	0.422	-.0000212	.0000101
n	-.1829162	.2846444	-0.64	0.544	-.8794158	.5135835
_cons	1.628833	2.301562	0.71	0.506	-4.002888	7.260553
sigma_u	.50891306					
sigma_e	.06310976					
rho	.9848547	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(8, 6) = 29.92 Prob > F = 0.0003

-> s = 5, effectcrisis = 1, apma = 1

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
opprmar	.216596	.0799518	2.71	0.022	.0384522	.3947398
fsales	.1572687	.276014	0.57	0.581	-.4577288	.7722662
sales	.0666795	.8203895	0.08	0.937	-1.761262	1.894621
fsales_sales	.0076488	.0083335	0.92	0.380	-.0109193	.0262169
n	-1.270906	.9317252	-1.36	0.202	-3.346919	.8051073
_cons	10.36782	12.64017	0.82	0.431	-17.79622	38.53187
sigma_u	1.987673					
sigma_e	.29006063					
rho	.97914855	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(7, 10) = 7.14 Prob > F = 0.0031

-> s = 6, effectcrisis = 0, apma = 0

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.472736	.5345498	0.88	0.426	-1.011412 1.956884
fsales	-.1982511	2.206959	-0.09	0.933	-6.325752 5.92925
sales	-.5531191	.5524902	-1.00	0.373	-2.087078 .9808395
fsales_sales	.0010821	.0026451	0.41	0.703	-.0062619 .008426
n	1.204079	1.306887	0.92	0.409	-2.424421 4.832578
_cons	-4.055924	14.07514	-0.29	0.788	-43.13479 35.02294
sigma_u	2.0715869				
sigma_e	.15485862				
rho	.99444295	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(4, 4) = 0.45 Prob > F = 0.7732

-> s = 6, effectcrisis = 0, apma = 1
insufficient observations

-> s = 6, effectcrisis = 1, apma = 0

-> s = 6, effectcrisis = 1, apma = 1

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	-.7561057	.173885	-4.35	0.022	-1.309486 -.2027259
fsales	1.332909	2.114683	0.63	0.573	-5.396956 8.062774
sales	-.4017766	1.933552	-0.21	0.849	-6.555203 5.75165
fsales_sales	-.0811482	.0138897	5.84	0.010	-.0369452 .1253513
n	-.5192038	.4684195	-1.11	0.349	-2.009924 .9715162
_cons	1.835192	4.770458	0.38	0.726	-13.34653 17.01692
sigma_u	2.4654872				
sigma_e	.08031001				
rho	.99894008	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(5, 3) = 22.87 Prob > F = 0.0136

-> s = 7, effectcrisis = 0, apma = 0

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	1.660307	.2410254	6.89	0.092	-1.40221 4.722825
fsales	-.4664918	.3798998	-1.23	0.435	-5.293577 4.360593
sales	.8469585	.8175028	1.04	0.489	-9.540399 11.23432
fsales_sales	.0028006	.016435	0.17	0.893	-.2060256 .2116268
n	1.616651	.394322	4.10	0.152	-3.393685 6.626987
_cons	-21.44501	3.24155	-6.62	0.096	-62.63281 19.74279
sigma_u	3.5849231				
sigma_e	.03892256				
rho	.99988213	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(2, 1) = 50.33 Prob > F = 0.0992

-> s = 7, effectcrisis = 0, apma = 1
insufficient observations

-> s = 7, effectcrisis = 1, apma = 1
insufficient observations

-> s = 8, effectcrisis = 0, apma = 0

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.6535373	.1955125	3.34	0.002	.2570195 1.050055
fsales	.2035229	.282485	0.72	0.476	-.3693833 .7764291
sales	.9010437	.5204812	1.73	0.092	-.1545411 1.956629
fsales_sales	-.0161332	.0115195	-1.40	0.170	-.0394939 .0072315
n	-.9887735	.6088906	-1.62	0.113	-2.223661 .2461139
_cons	1.228476	3.909562	0.31	0.755	-6.700483 9.157435
sigma_u	.52437253				
sigma_e	.24939289				
rho	.81552914	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(23, 36) = 2.19 Prob > F = 0.0171

-> s = 8, effectcrisis = 0, apma = 1

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.5150775	.2274472	2.26	0.039	.0302853 .9998698
fsales	-.7372957	1.493341	-0.49	0.629	-3.920276 2.445684
sales	.0541075	3.426346	0.02	0.988	-7.248977 7.357192
fsales_sales	-.0032017	.0279548	-0.11	0.910	-.062786 .0563826
n	.0016417	2.682394	0.00	1.000	-5.715747 5.71903
_cons	5.360541	14.25143	0.38	0.712	-25.01567 35.73675

```

sigma_u | 1.6757631
sigma_e | .48603527
rho | .92240529 (fraction of variance due to u_i)
-----
F test that all u_i=0: F(14, 15) = 1.66 Prob > F = 0.1713
-----
-> s = 8, effectcrisis = 1, apma = 0
insufficient observations
-----
-> s = 8, effectcrisis = 1, apma = 1
-----
roa | Coef. Std. Err. t P>|t| [95% Conf. Interval]
-----
opprmar | 1.048119 .3158676 3.32 0.002 .4054813 1.690756
fsales | .7112667 .7928471 0.90 0.376 -.9017927 2.324326
sales | .9464188 1.28052 0.74 0.465 -1.658818 3.551656
fsales_sales | .0012972 .0215893 0.06 0.952 -.0426267 .045221
n | -1.836588 .9327779 -1.97 0.057 -3.734339 .0611625
_cons | 4.164852 7.388208 0.56 0.577 -10.86657 19.19627
-----
sigma_u | 1.1645313
sigma_e | .41500984
rho | .88730897 (fraction of variance due to u_i)
-----
F test that all u_i=0: F(17, 33) = 2.09 Prob > F = 0.0340

```

ROE

```
. by s effectcrisis apma, sort : xtreg roe opprmar fsales sales fsales_sales n, fe
```

```

-----
-> s = 1, effectcrisis = 0, apma = 0
insufficient observations
-----
-> s = 1, effectcrisis = 0, apma = 1
-----
-> s = 2, effectcrisis = 0, apma = 0
-----
roe | Coef. Std. Err. t P>|t| [95% Conf. Interval]
-----
opprmar | .3726954 1.850301 0.20 0.850 -4.764564 5.509955
fsales | .0970044 1.239101 0.08 0.941 -3.34329 3.537299
sales | .8522851 1.828854 0.47 0.665 -4.225427 5.929997
fsales_sales | -.0001932 .0002065 -0.94 0.403 -.0007666 .0003802
n | -1.085154 2.828107 -0.38 0.721 -8.937238 6.76693
_cons | 5.125172 24.0107 0.21 0.841 -61.53921 71.78955
-----
sigma_u | .25867856
sigma_e | .26101605
rho | .49550228 (fraction of variance due to u_i)
-----
F test that all u_i=0: F(4, 4) = 1.49 Prob > F = 0.3532
-----
-> s = 2, effectcrisis = 0, apma = 1
insufficient observations
-----
-> s = 2, effectcrisis = 1, apma = 0
-----
-> s = 2, effectcrisis = 1, apma = 1
insufficient observations
-----
-> s = 3, effectcrisis = 0, apma = 0
-----
roe | Coef. Std. Err. t P>|t| [95% Conf. Interval]
-----
opprmar | .8396304 .1970009 4.26 0.003 .3853456 1.293915
fsales | .0367946 .2629003 0.14 0.892 -.5694546 .6430437
sales | .8135191 .5767549 1.41 0.196 -.5164801 2.143518
fsales_sales | -.0165042 .0190901 -0.86 0.412 -.0605261 .0275176
n | -1.293397 .482502 -2.68 0.028 -2.406049 -1.1807457
_cons | 7.66204 4.428654 1.73 0.122 -2.550454 17.87453
-----
sigma_u | .79356374
sigma_e | .22292829
rho | .92685595 (fraction of variance due to u_i)
-----
F test that all u_i=0: F(7, 8) = 6.61 Prob > F = 0.0081

```

```

-----
-
-> s = 3, effectcrisis = 0, apma = 1
-----
      roe |      Coef.  Std. Err.      t    P>|t|    [95% Conf. Interval]
-----+-----
      opprmar |    2.85724    1.391874     2.05  0.289    -14.8282    20.54268
      fsales |    5.953241    4.674813     1.27  0.424    -53.44589    65.35238
      sales |   -13.91741    10.88175     -1.28  0.422    -152.1832    124.3484
      fsales_sales | .0332966    .0261705     1.27  0.424    -2.2992307    .3658239
      n |    7.093865    9.056686     0.78  0.577    -107.9822    122.17
      _cons |   -1.60946    44.21431     -0.04  0.977    -563.4056    560.1866
-----+-----
      sigma_u |    3.730327
      sigma_e |    .30808462
      rho |    .99322524    (fraction of variance due to u_i)
-----+-----
F test that all u_i=0:      F(3, 1) =      2.78      Prob > F = 0.4093
-----

```

```

-----
-
-> s = 3, effectcrisis = 1, apma = 0
insufficient observations
-----

```

```

-----
-
-> s = 3, effectcrisis = 1, apma = 1
-----
      roe |      Coef.  Std. Err.      t    P>|t|    [95% Conf. Interval]
-----+-----
      opprmar |    1.55325    .4937177     3.15  0.012     .436383    2.670117
      fsales |   -0.7265118    1.459367     -0.50  0.631    -4.02783    2.574806
      sales |   -1.1518141    3.336753     -0.05  0.965    -7.700073    7.396445
      fsales_sales | -.0582459    .128363     -0.45  0.661    -3.486233    .2321314
      n |    2.280528    1.683361     1.35  0.209    -1.527498    6.088554
      _cons |  -16.06571    24.89984     -0.65  0.535    -72.39307    40.26165
-----+-----
      sigma_u |    1.2078038
      sigma_e |    .51586894
      rho |    .84571911    (fraction of variance due to u_i)
-----+-----
F test that all u_i=0:      F(5, 9) =      1.27      Prob > F = 0.3545
-----

```

```

-----
-
-> s = 4, effectcrisis = 0, apma = 0
-----
      roe |      Coef.  Std. Err.      t    P>|t|    [95% Conf. Interval]
-----+-----
      opprmar |    .532096    .3427442     1.55  0.131    -1.1688946    1.233087
      fsales |    .3881246    .6234095     0.62  0.538    -1.886891    1.66314
      sales |    .6972512    1.114524     0.63  0.536    -1.582206    2.976708
      fsales_sales | -.0682485    .0654949     -1.04  0.306    -2.2022006    .0657036
      n |   -1.071339    .8024834     -1.34  0.192    -2.712602    .5699235
      _cons |    3.951162    4.813827     0.82  0.418    -5.89422    13.79654
-----+-----
      sigma_u |    1.2549598
      sigma_e |    .48779415
      rho |    .86874762    (fraction of variance due to u_i)
-----+-----
F test that all u_i=0:      F(21, 29) =      6.69      Prob > F = 0.0000
-----

```

```

-----
-
-> s = 4, effectcrisis = 0, apma = 1
-----
      roe |      Coef.  Std. Err.      t    P>|t|    [95% Conf. Interval]
-----+-----
      opprmar |    .4890713    .5282343     0.93  0.373    -1.6618525    1.639995
      fsales |    2.117699    2.224715     0.95  0.360    -2.729539    6.964937
      sales |   -2.073729    2.670804     -0.78  0.453    -7.892911    3.745453
      fsales_sales | -.0083777    .0622837     -0.13  0.895    -1.1440822    .1273268
      n |    1.831763    3.308308     0.55  0.590    -5.376421    9.039947
      _cons |  -15.49438    28.92755     -0.54  0.602    -78.52209    47.53333
-----+-----
      sigma_u |    4.4620331
      sigma_e |    .61003471
      rho |    .98165149    (fraction of variance due to u_i)
-----+-----
F test that all u_i=0:      F(13, 12) =      1.92      Prob > F = 0.1342
-----

```

```

-----
-
-> s = 4, effectcrisis = 1, apma = 0
insufficient observations
-----

```

-> s = 4, effectcrisis = 1, apma = 1

roef	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.2089131	.3270039	0.64	0.529	-.467546 .8853722
fsales	-.1759082	1.475502	-0.12	0.906	-3.228216 2.8764
sales	-.4220128	2.818986	-0.15	0.882	-6.25353 5.409505
fsales_sales	.0001183	.0001083	1.09	0.286	-.0001058 .0003424
n	.3327915	2.140195	0.16	0.878	-4.09454 4.760123
_cons	3.153213	15.34504	0.21	0.839	-28.59043 34.89685
sigma_u	.94164496				
sigma_e	.48977205				
rho	.78707381	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(15, 23) = 2.59 Prob > F = 0.0194

-> s = 5, effectcrisis = 0, apma = 0

roef	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.1882701	.2033541	0.93	0.369	-.2451689 .6217091
fsales	-.2058728	.1814957	-1.13	0.274	-.5927217 .1809761
sales	.422548	.2234256	1.89	0.078	-.0536723 .8987683
fsales_sales	.0403366	.0211438	1.91	0.076	-.0047302 .0854035
n	-.1235987	.2571132	-0.48	0.638	-.6716224 .4244251
_cons	.780566	2.313344	0.34	0.740	-4.15021 5.711342
sigma_u	.6670897				
sigma_e	.23525952				
rho	.88938461	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(10, 15) = 5.03 Prob > F = 0.0027

-> s = 5, effectcrisis = 0, apma = 1

roef	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.5997313	.3216937	1.86	0.112	-.1874247 1.386887
fsales	.0080829	.0423526	0.19	0.855	-.0955501 .111716
sales	.5958235	.4448674	1.34	0.229	-.4927278 1.684375
fsales_sales	8.50e-06	.0000163	0.52	0.621	-.0000314 .0000484
n	-.8770353	.7256212	-1.21	0.272	-2.652567 .8984959
_cons	4.38123	5.86719	0.75	0.483	-9.975267 18.73773
sigma_u	.84166725				
sigma_e	.1608807				
rho	.96475135	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(8, 6) = 1.38 Prob > F = 0.3578

-> s = 5, effectcrisis = 1, apma = 1

roef	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.6692892	.0646398	10.35	0.000	.5252628 .8133155
fsales	.0444915	.2231528	0.20	0.846	-.452724 .5417069
sales	-.047272	.6632716	-0.07	0.945	-1.525133 1.430589
fsales_sales	.0061652	.0067375	0.92	0.382	-.0088468 .0211772
n	-.0845288	.7532846	-0.11	0.913	-1.762952 1.593894
_cons	2.183069	10.21937	0.21	0.835	-20.5871 24.95324
sigma_u	.52897617				
sigma_e	.2345093				
rho	.83574402	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(7, 10) = 6.41 Prob > F = 0.0047

-> s = 6, effectcrisis = 0, apma = 0

roef	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	-.0045449	.5514269	-0.01	0.994	-1.535551 1.526462
fsales	-1.308709	2.276638	-0.57	0.596	-7.629671 5.012253
sales	-.5229791	.5699337	-0.92	0.411	-2.105369 1.059411
fsales_sales	-.0009795	.0027286	-0.36	0.738	-.0085554 .0065963
n	1.217835	1.348149	0.90	0.417	-2.525226 4.960896
_cons	5.761818	14.51953	0.40	0.712	-34.55086 46.0745
sigma_u	3.3217916				
sigma_e	.15974791				
rho	.9976926	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(4, 4) = 1.84 Prob > F = 0.2840

-> s = 6, effectcrisis = 0, apma = 1
insufficient observations

-> s = 6, effectcrisis = 1, apma = 0

```

-----
-
-> s = 6, effectcrisis = 1, apma = 1
-----
      roe |      Coef.  Std. Err.      t    P>|t|    [95% Conf. Interval]
-----+-----
      opprmar |   .137885   .414222     0.33   0.771   -1.644368   1.920138
      fsales |  -.8086406  2.463945    -0.33   0.774   -11.41014   9.79286
      sales |   1.469762  2.249419     0.65   0.581    -8.208707   11.14823
      fsales_sales | .0623255  .0196495    3.17   0.087   -.0222196   .1468706
      n | -1.841773   .873374    -2.11   0.169   -5.599598   1.916052
      _cons |  12.93027   7.883437     1.64   0.243   -20.98942   46.84996
-----+-----
      sigma_u |   6.785448
      sigma_e |   .09301355
      rho |   .99981213   (fraction of variance due to u_i)
-----+-----
F test that all u_i=0:      F(5, 2) =      12.52      Prob > F = 0.0756
-----

-> s = 7, effectcrisis = 0, apma = 0
-----
      roe |      Coef.  Std. Err.      t    P>|t|    [95% Conf. Interval]
-----+-----
      opprmar |  1.281407   .1644307    7.79   0.081   -.8078836   3.370698
      fsales |   .2118085  .2591728     0.82   0.564   -3.081294   3.504911
      sales |   1.190691  .5577114     2.13   0.279   -5.895704   8.277087
      fsales_sales | -.0507157  .0112122   -4.52   0.139   -1.1931798   .0917484
      n |   .0925221  .2690118     0.34   0.789   -3.325597   3.510641
      _cons | -10.52533   2.211429   -4.76   0.132   -38.6242   17.57354
-----+-----
      sigma_u |   3.2334616
      sigma_e |   .02655349
      rho |   .99993257   (fraction of variance due to u_i)
-----+-----
F test that all u_i=0:      F(2, 1) =      78.56      Prob > F = 0.0795
-----

-
-> s = 7, effectcrisis = 0, apma = 1
insufficient observations

-
-> s = 7, effectcrisis = 1, apma = 1
insufficient observations

-
-> s = 8, effectcrisis = 0, apma = 0
-----
      roe |      Coef.  Std. Err.      t    P>|t|    [95% Conf. Interval]
-----+-----
      opprmar |   .8362078  .2644148    3.16   0.003   .2999497   1.372466
      fsales |   .3628747  .3820381    0.95   0.349   -.4119344   1.137684
      sales |   .8459409  .7039087    1.20   0.237   -.581652   2.273534
      fsales_sales | -.0233361  .0155792   -1.50   0.143   -.0549322   .0082601
      n | -1.217621   .8234752   -1.48   0.148   -2.887706   .452464
      _cons |   3.144374   5.287365     0.59   0.556   -7.5789   13.86765
-----+-----
      sigma_u |   .70056187
      sigma_e |   .33728367
      rho |   .81182565   (fraction of variance due to u_i)
-----+-----
F test that all u_i=0:      F(23, 36) =      3.26      Prob > F = 0.0007
-----

-
-> s = 8, effectcrisis = 0, apma = 1
-----
      roe |      Coef.  Std. Err.      t    P>|t|    [95% Conf. Interval]
-----+-----
      opprmar |   .8960028  .2780347    3.22   0.007   .2953453   1.49666
      fsales |   2.377512  2.763697     0.86   0.405   -3.593092   8.348117
      sales |  -3.102386  4.588266    -0.68   0.511   -13.01473   6.809959
      fsales_sales | -.0004145  .0338276   -0.01   0.990   -.0734946   .0726657
      n |  -.0423152  3.281387    -0.01   0.990   -7.13132   7.046689
      _cons |   8.031248  17.41976     0.46   0.652   -29.60186   45.66436
-----+-----
      sigma_u |   2.1686036
      sigma_e |   .58075209
      rho |   .93308227   (fraction of variance due to u_i)
-----+-----
F test that all u_i=0:      F(14, 13) =      1.55      Prob > F = 0.2183
-----

-
-> s = 8, effectcrisis = 1, apma = 0
insufficient observations
-----

```

-> s = 8, effectcrisis = 1, apma = 1

```
-----
      roe |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-----+-----
      opprmar |  1.384887   .3943372    3.51  0.001   .5826022   2.187172
      fsales |  .6361263   .9898105    0.64  0.525  -1.377658   2.649911
      sales |  2.44284    1.598633    1.53  0.136  -0.8096043   5.695284
fsales_sales | -.0064192   .0269527   -0.24  0.813  -0.0612548   .0484165
      n | -2.645891   1.164504   -2.27  0.030  -5.015092  -0.2766904
      _cons | -0.0043634  9.223627   -0.00  1.000  -18.76997   18.76125
-----+-----
      sigma_u |  1.5365503
      sigma_e |  .51810887
      rho |  .8979104   (fraction of variance due to u_i)
-----+-----
F test that all u_i=0:      F(17, 33) =      2.60          Prob > F = 0.0090
```

PBR

. by s effectcrisis apma, sort : xtreg pbr opprmar fsales sales fsales_sales n, fe

```
-----
-> s = 1, effectcrisis = 0, apma = 0
insufficient observations
```

```
-----
-> s = 1, effectcrisis = 0, apma = 1
insufficient observations
```

```
-----
-> s = 2, effectcrisis = 0, apma = 0
```

```
-----
      pbr |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-----+-----
      opprmar | -1.17912    1.467673   -0.80  0.481  -5.849912   3.491671
      fsales | -.7589027   .826818    -0.92  0.426  -3.390207   1.872401
      sales | -.8888711    1.250475   -0.71  0.528  -4.868439   3.090697
fsales_sales | -.0001873   .0001452   -1.29  0.288  -0.0006495   .0002749
      n | .4828397    1.870292    0.26  0.813  -5.469265   6.434944
      _cons | 11.71444    16.08988    0.73  0.519  -39.49074   62.91962
-----+-----
      sigma_u |  3.9766242
      sigma_e |  .17082987
      rho |  .99815797   (fraction of variance due to u_i)
-----+-----
F test that all u_i=0:      F(3, 3) =      3.86          Prob > F = 0.1483
```

```
-----
-> s = 2, effectcrisis = 0, apma = 1
insufficient observations
```

```
-----
-> s = 2, effectcrisis = 1, apma = 0
```

```
-----
-> s = 2, effectcrisis = 1, apma = 1
insufficient observations
```

```
-----
-> s = 3, effectcrisis = 0, apma = 0
```

```
-----
      pbr |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-----+-----
      opprmar |  .0249174   .2628108    0.09  0.927  -0.5811254   .6309603
      fsales | -.4118901   .3507246   -1.17  0.274  -1.220662   .3968822
      sales |  2.192566   .7694253    2.85  0.021   .4182681   3.966864
fsales_sales | -.0023832   .0254673   -0.09  0.928  -0.061111   .0563446
      n | -.3624144   .6436863   -0.56  0.589  -1.846758   1.121929
      _cons | -9.738729   5.908087   -1.65  0.138  -23.3628   3.885344
-----+-----
      sigma_u |  2.4517223
      sigma_e |  .29739958
      rho |  .98549912   (fraction of variance due to u_i)
-----+-----
F test that all u_i=0:      F(7, 8) =      5.37          Prob > F = 0.0152
```

-> s = 3, effectcrisis = 0, apma = 1

pbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	1.019665	1.50407	0.68	0.568	-5.451827 7.491156
fsales	.2665207	3.967603	0.07	0.953	-16.8047 17.33774
sales	-4.568063	7.068632	-0.65	0.584	-34.98193 25.84581
fsales_sales	-.0008946	.0215119	-0.04	0.971	-.0934528 .0916636
n	1.400848	3.100368	0.45	0.696	-11.93896 14.74065
_cons	21.21952	28.38881	0.75	0.533	-100.9277 143.3667
sigma_u	5.4542203				
sigma_e	.39201222				
rho	.99486079	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(3, 2) = 1.90 Prob > F = 0.3627

-> s = 3, effectcrisis = 1, apma = 0
insufficient observations

-> s = 3, effectcrisis = 1, apma = 1

pbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.1182528	.3473365	0.34	0.741	-.6674769 .9039826
fsales	.4872239	1.026683	0.47	0.646	-1.835294 2.809742
sales	-.9236715	2.347447	-0.39	0.703	-6.233965 4.386622
fsales_sales	-.0471466	.090305	0.52	0.614	-.1571375 .2514306
n	-.1920003	1.184265	-0.16	0.875	-2.870994 2.486993
_cons	5.534403	17.51735	0.32	0.759	-34.09259 45.1614
sigma_u	.74385285				
sigma_e	.36292016				
rho	.807729	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(5, 9) = 0.99 Prob > F = 0.4761

-> s = 4, effectcrisis = 0, apma = 0

pbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.0524685	.1002603	0.52	0.604	-.1520137 .2569506
fsales	-.4680016	.4121366	-1.14	0.265	-1.30856 .3725566
sales	.6641004	.6677078	0.99	0.328	-.6976986 2.025899
fsales_sales	-.014104	.0432975	-0.33	0.747	-1.1024099 .0742019
n	-.2987833	.5393869	-0.55	0.584	-1.39887 .8013036
_cons	1.94567	3.422024	0.57	0.574	-5.033594 8.924933
sigma_u	.72317571				
sigma_e	.34552028				
rho	.81414956	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(21, 31) = 5.49 Prob > F = 0.0000

-> s = 4, effectcrisis = 0, apma = 1

pbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.0919113	.227563	0.40	0.692	-.3931277 .5769503
fsales	-.9618817	.5633447	-1.71	0.108	-2.162622 .238859
sales	.9930425	.8475406	1.17	0.260	-.8134477 2.799533
fsales_sales	-.0209866	.026955	-0.78	0.448	-.0784399 .0364667
n	-1.747583	1.186691	-1.47	0.162	-4.276956 .7817892
_cons	16.44935	10.13546	1.62	0.125	-5.153871 38.05257
sigma_u	3.3874193				
sigma_e	.27672689				
rho	.99337057	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(15, 15) = 3.86 Prob > F = 0.0065

-> s = 4, effectcrisis = 1, apma = 0
insufficient observations

-> s = 4, effectcrisis = 1, apma = 1

pbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.1722591	.1793317	0.96	0.345	-.1956991 .5402173
fsales	1.766761	.8931832	1.98	0.058	-.0658995 3.599422
sales	-3.949045	1.640628	-2.41	0.023	-7.315336 -.5827545
fsales_sales	.0002307	.0000691	3.34	0.002	.0000889 .0003725
n	-.8799158	1.338963	-0.66	0.517	-3.627241 1.867409
_cons	26.62616	9.73357	2.74	0.011	6.654522 46.59779

```

sigma_u | 5.8310635
sigma_e | .31607088
rho | .99707046 (fraction of variance due to u_i)
-----
F test that all u_i=0: F(15, 27) = 4.47 Prob > F = 0.0004

```

```

-----
-
-> s = 5, effectcrisis = 0, apma = 0

```

```

-----
pbr | Coef. Std. Err. t P>|t| [95% Conf. Interval]
-----+-----
opprmar | .1766902 .1235544 1.43 0.173 -.0866597 .4400401
fsales | .018513 .1102736 0.17 0.869 -.2165296 .2535555
sales | .1721336 .1357495 1.27 0.224 -.1172095 .4614767
fsales_sales | .0046443 .0128466 0.36 0.723 -.0227375 .0320261
n | .2734633 .1562175 1.75 0.100 -.0595063 .6064329
_cons | -4.018859 1.405547 -2.86 0.012 -7.014712 -1.023006
-----
sigma_u | 1.4571278
sigma_e | .14293955
rho | .99046874 (fraction of variance due to u_i)
-----
F test that all u_i=0: F(10, 15) = 10.70 Prob > F = 0.0000

```

```

-----
-
-> s = 5, effectcrisis = 0, apma = 1

```

```

Fixed-effects (within) regression          Number of obs   =          20
-----+-----
pbr | Coef. Std. Err. t P>|t| [95% Conf. Interval]
-----+-----
opprmar | .1929793 .3822117 0.50 0.632 -.742259 1.128218
fsales | -.0802674 .0503201 -1.60 0.162 -.2033962 .0428615
sales | -.1115212 .5285573 -0.21 0.840 -1.404854 1.181812
fsales_sales | 1.27e-06 .0000194 0.07 0.950 -.0000461 .0000487
n | -.769674 .8621274 -0.89 0.406 -2.879224 1.339876
_cons | 9.452536 6.970945 1.36 0.224 -7.604752 26.50982
-----
sigma_u | 1.6356335
sigma_e | .19114609
rho | .98652689 (fraction of variance due to u_i)
-----
F test that all u_i=0: F(8, 6) = 4.90 Prob > F = 0.0342

```

```

-----
-
-> s = 5, effectcrisis = 1, apma = 1

```

```

-----
pbr | Coef. Std. Err. t P>|t| [95% Conf. Interval]
-----+-----
opprmar | .0435994 .0901274 0.48 0.639 -.157217 .2444158
fsales | .1739109 .3111426 0.56 0.588 -.5193581 .8671798
sales | .5649166 .9248014 0.61 0.555 -1.495669 2.625503
fsales_sales | -.0165511 .0093941 -1.76 0.109 -.0374824 .0043802
n | -3.30361 1.050307 -3.15 0.010 -5.64384 -.9633805
_cons | 25.8701 14.2489 1.82 0.099 -5.878416 57.61862
-----
sigma_u | 5.1381704
sigma_e | .32697699
rho | .99596668 (fraction of variance due to u_i)
-----
F test that all u_i=0: F(7, 10) = 3.81 Prob > F = 0.0280

```

```

-----
-
-> s = 6, effectcrisis = 0, apma = 0

```

```

-----
pbr | Coef. Std. Err. t P>|t| [95% Conf. Interval]
-----+-----
opprmar | -.3544797 .3299748 -1.07 0.343 -1.270637 .5616771
fsales | 1.21579 1.362344 0.89 0.423 -2.566684 4.998264
sales | .0845268 .3410493 0.25 0.816 -.8623778 1.031431
fsales_sales | -.0002404 .0016328 -0.15 0.890 -.0047738 .004293
n | -.768827 .8067344 -0.95 0.395 -3.008681 1.471027
_cons | -.892679 8.688512 -0.10 0.923 -25.01586 23.2305
-----
sigma_u | 2.6074241
sigma_e | .09559342
rho | .9986577 (fraction of variance due to u_i)
-----
F test that all u_i=0: F(4, 4) = 13.04 Prob > F = 0.0145

```

```

-----
-
-> s = 6, effectcrisis = 0, apma = 1
insufficient observations

```

```

-----
-
-> s = 6, effectcrisis = 1, apma = 0

```


-> s = 6, effectcrisis = 1, apma = 1

pbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
opprmar	-0.375989	.3837057	-0.98	0.399	-1.597112	.8451337
fsales	4.108554	4.666393	0.88	0.443	-10.74199	18.9591
sales	-4.103539	4.266698	-0.96	0.407	-17.68208	9.474998
fsales_sales	.0700418	.0306498	2.29	0.106	-.0274994	.1675831
n	-1.047477	1.033644	-1.01	0.386	-4.336993	2.24204
_cons	16.87115	10.52679	1.60	0.207	-16.6298	50.3721
sigma_u	3.3124379					
sigma_e	.17721712					
rho	.99714586	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(5, 3) = 8.78 Prob > F = 0.0518

-> s = 7, effectcrisis = 0, apma = 0

pbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
opprmar	1.334895	.7679147	1.74	0.332	-8.422387	11.09218
fsales	.2693106	1.210373	0.22	0.861	-15.10994	15.64856
sales	.9459057	2.604591	0.36	0.778	-32.14856	34.04037
fsales_sales	.0087329	.0523624	0.17	0.895	-.6565943	.6740601
n	.0244948	1.256323	0.02	0.988	-15.9386	15.98759
_cons	-10.26152	10.32768	-0.99	0.502	-141.4872	120.9641
sigma_u	2.6329337					
sigma_e	.12400854					
rho	.99778659	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(2, 1) = 3.10 Prob > F = 0.3728

-> s = 7, effectcrisis = 0, apma = 1
insufficient observations

-> s = 7, effectcrisis = 1, apma = 1
insufficient observations

-> s = 8, effectcrisis = 0, apma = 0

pbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
opprmar	.1979318	.0856416	2.31	0.026	.0245594	.3713042
fsales	-.4309669	.1615545	-2.67	0.011	-.7580169	-.1039168
sales	.6295013	.270213	2.33	0.025	.0824836	1.176519
fsales_sales	.006365	.0063634	1.00	0.324	-.0065171	.0192471
n	.0881512	.2947676	0.30	0.767	-.5085745	.6848769
_cons	-2.378467	2.060754	-1.15	0.256	-6.550245	1.793311
sigma_u	.81481564					
sigma_e	.14352124					
rho	.96990846	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(24, 38) = 28.15 Prob > F = 0.0000

-> s = 8, effectcrisis = 0, apma = 1

pbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
opprmar	.0146474	.0447196	0.33	0.747	-.0789518	.1082465
fsales	-.9330141	.7033184	-1.33	0.200	-2.405076	.5390483
sales	1.492981	1.595814	0.94	0.361	-1.847095	4.833057
fsales_sales	-.0156546	.0139813	-1.12	0.277	-.0449178	.0136087
n	-1.630744	.9418036	-1.73	0.100	-3.601962	.3404737
_cons	11.09572	5.504115	2.02	0.058	-.4245214	22.61597
sigma_u	2.3124627					
sigma_e	.25398505					
rho	.98808047	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(14, 19) = 8.07 Prob > F = 0.0000

-> s = 8, effectcrisis = 1, apma = 0
insufficient observations

-> s = 8, effectcrisis = 1, apma = 1

```

-----
      pbr |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-----+-----
      opprmar |  -0.0343762   .1413297    -0.24   0.809    - .3215927   .2528403
      fsales |   .4292588   .5776027     0.74   0.462    - .7445711   1.603089
      sales |  -1.462231   .9241475    -1.58   0.123    -3.340325   .4158624
fsales_sales |  -0.0151061   .0156707    -0.96   0.342    - .0469528   .0167407
      n |  -1.022679   .6767188    -1.51   0.140    -2.397937   .3525792
      _cons |  20.23678   5.230187     3.87   0.000     9.607766   30.8658
-----+-----
      sigma_u |  3.1605289
      sigma_e |  .30370244
      rho |  .99085075   (fraction of variance due to u_i)
-----+-----
F test that all u_i=0:      F(17, 34) =      5.60      Prob > F = 0.0000

```

Annexe 18 : F&A avec CostGS (problème de multi colinéarité)

```

pwcorr roa roe pbr opprmar costgs fsales sales fsales_sales n npart s
-----+-----
      roa |  1.0000
      roe |  0.6083   1.0000
      pbr |  0.4195   0.4582   1.0000
      opprmar |  0.5148   0.4627   0.2958   1.0000
      costgs | -0.1238  -0.0049  -0.0900  -0.2155   1.0000
      fsales | -0.1622  -0.0369  -0.1472  -0.0968   0.9158   1.0000
      sales | -0.3255  -0.0000  -0.1444  -0.1378   0.9499   0.8768   1.0000
fsales_sales |  0.0443   0.0056   0.0520   0.0042   0.0277   0.0115  -0.0194
      n | -0.1874  -0.0284  -0.0503  -0.1884   0.9351   0.8521   0.8568
      npart |  .
      s |  0.1221   0.0474   0.0400   0.1972   0.0181   0.0542   0.0362
-----+-----
      | fsales~s      n      npart      s
fsales_sales |  1.0000
      n |  0.0072   1.0000
      npart |  .
      s |  0.0020  -0.0095      .   1.0000

```

Annexe 19 : AS avec CostGS

```

. pwcorr roa roe pbr opprmar costgs fsales_sales n
-----+-----
      roa |  1.0000
      roe |  0.5780   1.0000
      pbr |  0.3038   0.2620   1.0000
      opprmar |  0.3889   0.2875   0.3523   1.0000
      costgs | -0.2615  -0.0366  -0.0991  -0.3116   1.0000
fsales_sales |  0.0364   0.0606   0.0091   0.0492  -0.1056   1.0000
      n | -0.1536  -0.0538  -0.0164  -0.1535   0.9152  -0.1017   1.0000

```

Annexe 20 : AS Régressions avec CostGS

. by apas, sort : xtreg roa opprmar costgs fsales_sales n, re

-> apas = 0

```

Random effects u_i ~ Gaussian      Wald chi2(4)      =      34.75
corr(u_i, X) = 0 (assumed)        Prob > chi2      =      0.0000

```

```

-----+-----
      roa |      Coef.   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-----+-----
      opprmar |  .4246966   .0797883     5.32   0.000     .2683144   .5810787
      costgs |  .0359424   .1031375     0.35   0.727    - .1662033   .2380881
fsales_sales |  .0001135   .0011526     0.10   0.922    - .0021455   .0023725
      n |  -1.1239313  .1092229    -1.13   0.257    - .3380043   .0901416
      _cons |  1.611847   .639489     2.52   0.012     .3584715   2.865222
-----+-----
      sigma_u |  .68527545
      sigma_e |  .42436496
      rho |  .72281217   (fraction of variance due to u_i)
-----+-----

```


Annexe 21 : F&A avec CostGS

```
. pwcorr roa roe pbr opprmar costgs fsales_sales n
-----+-----
```

	roa	roe	pbr	opprmar	costgs	fsales_sales	n
roa	1.0000						
roe	0.6083	1.0000					
pbr	0.4195	0.4582	1.0000				
opprmar	0.5148	0.4627	0.2958	1.0000			
costgs	-0.1238	-0.0049	-0.0900	-0.2155	1.0000		
fsales_sales	0.0443	0.0056	0.0520	0.0042	0.0277	1.0000	
n	-0.1874	-0.0284	-0.0503	-0.1884	0.9351	0.0072	1.0000

Annexe 22 : F&A Régressions avec CostGS

```
. by apma, sort : xtreg roa opprmar costgs fsales_sales n, fe
-----+-----
```

-> apma = 0

```
corr(u_i, Xb) = 0.1824          F(4,125)          = 1.95
                  Prob > F          = 0.1061
```

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.2391855	.105765	2.26	0.025	.0298634 .4485075
costgs	.1915799	.1599291	1.20	0.233	-.1249396 .5080995
fsales_sales	-.0001021	.0001271	-0.80	0.423	-.0003536 .0001494
n	-.1916174	.2488778	-0.77	0.443	-.6841775 .3009427
_cons	1.651406	2.107264	0.78	0.435	-2.519131 5.821942

```
-----+-----
sigma_u | .46227016
sigma_e | .39008133
rho     | .58409055 (fraction of variance due to u_i)
-----+-----
F test that all u_i=0:   F(74, 125) = 3.63          Prob > F = 0.0000
-----+-----
```

-> apma = 1

```
corr(u_i, Xb) = -0.9104          F(4,184)          = 18.08
                  Prob > F          = 0.0000
```

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.7007783	.0938358	7.47	0.000	.5156458 .8859108
costgs	-.3785945	.1931789	-1.96	0.052	-.759725 .0025359
fsales_sales	.0001262	.0000764	1.65	0.100	-.0000245 .0002768
n	-.4639351	.2988352	-1.55	0.122	-1.053519 .125649
_cons	7.465027	2.438085	3.06	0.003	2.65483 12.27522

```
-----+-----
sigma_u | 1.6763085
sigma_e | .44914348
rho     | .93301883 (fraction of variance due to u_i)
-----+-----
F test that all u_i=0:   F(74, 184) = 4.77          Prob > F = 0.0000
-----+-----
```

. by apma, sort : xtreg roe opprmar costgs fsales_sales n, fe

```
-----+-----
```

-> apma = 0

```
corr(u_i, Xb) = -0.6292          F(4,124)          = 6.52
                  Prob > F          = 0.0001
```

roe	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar	.5647808	.1238703	4.56	0.000	.3196068 .8099547
costgs	.2326144	.1480674	1.57	0.119	-.0604524 .5256812
fsales_sales	-.0001535	.0001176	-1.31	0.194	-.0003864 .0000793
n	-.419364	.2313418	-1.81	0.072	-.8772542 .0385263
_cons	3.695768	1.949962	1.90	0.060	-.1637533 7.555289

```
-----+-----
sigma_u | .82980622
sigma_e | .36101137
rho     | .84084991 (fraction of variance due to u_i)
-----+-----
F test that all u_i=0:   F(74, 124) = 6.62          Prob > F = 0.0000
-----+-----
```

```
-> apma = 1
corr(u_i, Xb) = -0.8248          F(4,172)      = 17.35
                               Prob > F         = 0.0000
```

```
-----
```

	roe	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar		.8463734	.1064331	7.95	0.000	.6362902 1.056457
costgs		-.152882	.2231735	-0.69	0.494	-.5933934 .2876295
fsales_sales		.0001277	.0000779	1.64	0.103	-.000026 .0002814
n		-.3354871	.3548536	-0.95	0.346	-1.035916 .3649416
_cons		5.050219	2.981255	1.69	0.092	-.8343371 10.93477

sigma_u		1.2379637				
sigma_e		.45752878				
rho		.87982423				(fraction of variance due to u_i)

```
F test that all u_i=0:      F(73, 172) = 5.02          Prob > F = 0.0000
```

```
. by apma, sort : xtreg pbr opprmar costgs fsales_sales n, fe
```

```
-----
```

```
-> apma = 0
corr(u_i, Xb) = -0.5958          F(4,127)      = 2.16
                               Prob > F         = 0.0772
```

```
-----
```

	pbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar		.1002859	.058301	1.72	0.088	-.0150814 .2156531
costgs		.0145735	.1099416	0.13	0.895	-.2029811 .2321281
fsales_sales		-.0001531	.000088	-1.74	0.084	-.0003273 .000021
n		-.2607596	.1699366	-1.53	0.127	-.5970335 .0755143
_cons		3.021291	1.445428	2.09	0.039	-.1610505 5.881532

sigma_u		.72681449				
sigma_e		.27030743				
rho		.87849157				(fraction of variance due to u_i)

```
F test that all u_i=0:      F(73, 127) = 11.52          Prob > F = 0.0000
```

```
-----
```

```
-> apma = 1
corr(u_i, Xb) = -0.9717          F(4,194)      = 16.48
                               Prob > F         = 0.0000
```

```
-----
```

	pbr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
opprmar		.0872781	.0415141	2.10	0.037	.0054011 .1691551
costgs		-.4353145	.1375319	-3.17	0.002	-.7065642 -.1640649
fsales_sales		.0001921	.0000553	3.48	0.001	.0000831 .0003011
n		-.7503131	.2158511	-3.48	0.001	-1.176029 -.324597
_cons		10.90955	1.742979	6.26	0.000	7.47193 14.34717

sigma_u		2.1218282				
sigma_e		.32558664				
rho		.97699589				(fraction of variance due to u_i)

```
F test that all u_i=0:      F(74, 194) = 6.74          Prob > F = 0.0000
```

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1 : Analyse théorique des alliances stratégiques	43
Tableau 2 : Typologie des alliances en fonction de leurs composantes symétriques et concurrentielles	48
Tableau 3 : Analyse des trois types d'alliances en fonction de la composante organisationnelle	49
Tableau 4 : Typologie des ressources	50
Tableau 5 : Typologie des alliances par rapport aux types des ressources principales.....	52
Tableau 6 : Les 5 principaux axes de recherche dans le domaine des alliances selon <i>Gulati (1999, 2007)</i>	55
Tableau 7 : Synthèse sur les principaux critères quantitatifs et qualitatifs, relevés des principaux travaux empiriques sur la performance des alliances.....	56
Tableau 8 : Synthèse des travaux empiriques étudiant la relation entre l'AS et la performance financière.....	77
Tableau 9 : Récapitulatif de notre démarche d'étude d'événement	99
Tableau 10 : Formes, objectifs, avantages et inconvénients	163
Tableau 11 : Typologie de la relation avec la ressource	179
Tableau 12 : Vue d'ensemble de la théorie de l'agence.....	182
Tableau 13 : Synthèse des indicateurs de performance financière.....	199
Tableau 14 : Synthèse des variables « alliances stratégiques».....	201
Tableau 15 : Synthèse des variables de contrôle.....	202
Tableau 16 : Positivisme versus Constructivisme : les principes fondateurs.....	205
Tableau 17 : Les trois paradigmes dominants.....	205
Tableau 18: Positivisme aménagé adapté du travail de : Allard-Poesi et Maréchal (2003)...	210
Tableau 19 : Liste des alliances stratégiques de notre échantillon.....	217
Tableau 20 : Liste des fusions-acquisitions de notre échantillon.....	220
Tableau 21 : Synthèse d'appartenance des sociétés selon nomenclature de NYSE Euronext Paris	223
Tableau 22 : Synthèse d'appartenance des sociétés selon l'ancienne nomenclature	223
Tableau 23 : Synthèse d'appartenance des sociétés selon nomenclature de NYSE Euronext Paris.....	224
Tableau 24 : Synthèse d'appartenance des sociétés selon l'ancienne nomenclature	224
Tableau 25 : Synthèse d'appartenance d'AS selon nomenclature de NYSE Euronext Paris	224
Tableau 26 : Synthèse d'appartenance d'AS selon l'ancienne nomenclature.....	225
Tableau 27 : Synthèse d'appartenance des F&A selon nomenclature de NYSE Euronext Paris	225
Tableau 28 : Synthèse d'appartenance des F&A selon l'ancienne nomenclature.....	225
Tableau 29 : Nombre d'opérations d'AS de notre échantillon par année (entre 1999 et 2010)	227
Tableau 30 : Nombre d'opérations de F&A de notre échantillon par année (entre 2000 et 2009).....	227
Tableau 31: Synthèse des secteurs d'activité « alliances stratégiques»	228
(Source : l'auteur).....	228
Tableau 32: Synthèse des secteurs d'activité « fusions-acquisitions»	228
Tableau 33 : Synthèse nombre alliances stratégique selon le nombre des partenaires	229
Tableau 34 : Données descriptives en pourcentage et en valeur pour les alliances stratégiques	230
Tableau 35 : Données descriptives en pourcentage et en valeur pour les fusions-acquisitions	231

Tableau 36 : Données descriptives en pourcentage et en valeur pour les alliances stratégiques	244
Tableau 37 : Données descriptives en pourcentage et en valeur pour les fusions-acquisitions	244
Tableau 38 : Etude de normalité et de stationnarité pour le court terme	248
Tableau 39 : Etude de normalité et de stationnarité pour le long terme	250
Tableau 40 : Données descriptives en pourcentage des AS (Résultats pour toute la période)	252
Tableau 41 : Données descriptives en pourcentage des AS (Période avant la conclusion AS)	252
Tableau 42 : Données descriptives en pourcentage des AS (Période après la conclusion AS)	253
Tableau 43 : Données descriptives en pourcentage des F&A (Résultats pour toute la période)	253
Tableau 44 : Données descriptives en pourcentage des F&A (Période avant l'opération de F&A)	254
Tableau 45 : Données descriptives en pourcentage des F&A (Période après l'opération de F&A)	254
Tableau 46 : Les corrélations du groupe AS	256
Tableau 47 : Les corrélations du groupe F&A	256
Tableau 48 : Résultat des régressions des AS (en général)	257
Tableau 49 : Résultat des régressions des AS (avant l'alliance)	257
Tableau 50 : Résultat des régressions des AS (après l'alliance)	258
Tableau 51 : Résultats des régressions des F&A (en général)	259
Tableau 52 : Résultats des régressions des F&A (avant la fusion-acquisition)	259
Tableau 53 : Résultats des régressions des F&A (après la fusion-acquisition)	259
Tableau 54 : Rentabilités anormales (RA), rentabilités anormales cumulées (RAC), rentabilités anormales moyennes (RAM), rentabilités anormales moyennes cumulées (RAMC) relatives aux annonces des alliances stratégiques (AS)	263
Tableau 55 : Rentabilités anormales (RA), rentabilités anormales cumulées (RAC), rentabilités anormales moyennes (RAM), rentabilités anormales moyennes cumulées (RAMC) relatives aux annonces des fusions-acquisitions (F&A)	267
Tableau 56 : Synthèse des hypothèses vérifiées (AS)	285
Tableau 57 : Synthèse des hypothèses vérifiées (F&A)	286

LISTE DES FIGURES

Figure 1 : Objectifs finaux d'une AS ou d'une F&A, adaptée du travail	14
Figure 2 : Etapes suivies dans le cadre de notre travail de recherche	26
Figure 3 : Présentation schématique de la structure de la thèse	29
Figure 4 : Les modalités de développement stratégique	37
Figure 5 : Les types d'options stratégiques	40
Figure 6 : Typologie de l'alliance stratégique.....	44
Figure 7 : Schéma récapitulatif des résultats d'une alliance stratégique (<i>Aliouat et Taghzouti, 2009</i>).....	47
Figure 8 : Les fondements théoriques de la conception typologique de Das et Teng.....	51
Figure 9 : Les quatre configurations basiques de contrôle des opérations de fusions et d'acquisitions	61
Figure 10 : Acquisitions par achat d'actions (Meier & Schier, 2003, p. 59)	62
Figure 11 : Acquisitions par échange d'actions (Meier & Schier, 2003, p.66.).....	63
Figure 12 : Présentation de la fusion-absorption.....	64
Figure 13 : Présentation de la fusion par la création d'une nouvelle société	65
Figure 14 : L'évolution des opérations des fusions-acquisitions entre 1985 à 2011 au niveau mondial.....	72
Figure 15 : Volumes mensuels mondiaux de F&A (en milliards de dollars).....	72
Figure 16 : L'évolution des opérations des fusions-acquisitions entre 1985 à 2011 au niveau européen	73
Figure 17 : L'évolution des opérations des fusions-acquisitions impliquant au moins un acteur français	74
Figure 18 : Schéma récapitulatif de la création de valeur d'une fusion-acquisition	77
Figure 19 : Les multiples aspects de la création de valeur.....	84
Figure 20 : Evolution des indicateurs comptables et financiers.....	89
Figure 21 : Définition de la création de valeur selon Fernandez (2002, p. 4).....	90
.....	90
Figure 22 : Structure temporelle de notre étude d'événement	100
Figure 23 : Modèle DuPont pour l'analyse de la rentabilité	105
Figure 24 : La stratégie concurrentielle.....	122
Figure 25 : La stratégie organisationnelle et économique.....	124
Figure 26 : La stratégie financière.....	126
Figure 27 : La stratégie de portefeuille	127
Figure 28 : Mode de raisonnement et connaissance scientifique	209
Figure 29 : Processus de recherche	211

LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1 : Rentabilités anormales moyennes (RAM) et rentabilités anormales moyennes cumulées (RAMC) relatives aux annonces des alliances stratégiques (AS).....	264
Graphique 2 : Rentabilités anormales moyennes (RAM) et rentabilités anormales moyennes cumulées (RAMC) relatives aux annonces des alliances stratégiques (AS) par secteur	264
Graphique 3 : Rentabilités anormales moyennes (RAM) et rentabilités anormales moyennes cumulées (RAMC) relatives aux annonces des fusions-acquisitions (F&A).....	268
Graphique 4 : Rentabilités anormales moyennes (RAM) et rentabilités anormales moyennes cumulées (RAMC) relatives aux annonces des fusions-acquisitions (F&A) par secteur	268
Graphique 5 : Rentabilité ROA relative aux alliances stratégiques	271
Graphique 6 : Rentabilité ROE relative aux alliances stratégiques	272
Graphique 7 : Rentabilité PBR relative aux alliances stratégiques.....	272
Graphique 8 : Rentabilité ROA relative aux alliances stratégiques par secteur.....	273
Graphique 9 : Rentabilité ROE relative aux alliances stratégiques par secteur	274
Graphique 10 : Rentabilité PBR relative aux alliances stratégiques par secteur	276
Graphique 11 : Rentabilité ROA relative aux fusions-acquisitions	277
Graphique 12 : Rentabilité ROE relative aux fusions-acquisitions.....	278
Graphique 13 : Rentabilité PBR relative aux fusions-acquisitions	278
Graphique 14 : Rentabilité ROA relative aux fusions-acquisitions par secteur.....	279
Graphique 15 : Rentabilité ROE relative aux fusions-acquisitions par secteur	280
Graphique 16 : Rentabilité PBR relative aux fusions-acquisitions par secteur.....	282

LISTE DES ANNEXES

Annexe 1 : AS (Test de <i>Student</i> sur la fenêtre d'évènement [-6, +20])	341
Annexe 2 : F&A (Test de <i>Student</i> sur la fenêtre d'évènement [-6, +20])	342
Annexe 3 : AS (Test de <i>Student</i> sur la fenêtre d'évènement [-10, +20])	344
Annexe 4 : F&A (Test de <i>Student</i> sur la fenêtre d'évènement [-10, +20])	348
Annexe 5 : AS (Test de <i>Student</i> sur la fenêtre d'évènement [-20, +20])	352
Annexe 6 : AS (Test de <i>Student</i> sur la fenêtre d'évènement [-20, +20])	356
Annexe 7 : AS à LT (représentation des régressions en graphiques).....	360
Annexe 8 : AS à LT régressions avec présence et absence et effet crise	362
Annexe 9 : AS à LT régressions avec présence et absence et par secteur	365
Annexe 10 : AS à LT régressions avec présence et absence et par secteur représenté en graphiques	374
Annexe 11 : AS à LT régressions avec présence, absence, effet crise et par secteur	377
Annexe 12 : AS avec CostGS (problème de multi colinéarité).....	388
Annexe 13 : F&A à LT (représentation des régressions en graphiques	388
Annexe 14 : F&A à LT régressions avec présence et absence et effet crise	391
Annexe 15 : F&A à LT régressions avec présence et absence et par secteur	393
Annexe 16 : F&A à LT régressions avec présence et absence et par secteur représenté en graphiques	402
Annexe 17 : F&A à LT régressions avec présence, absence, effet crise et par secteur	405
Annexe 18 : F&A avec CostGS (problème de multi colinéarité)	417
Annexe 19 : AS avec CostGS	417
Annexe 20 : AS Régressions avec CostGS	417
Annexe 21 : F&A avec CostGS	419
Annexe 22 : F&A Régressions avec CostGS	419

LA CREATION DE VALEUR DES ALLIANCES STRATÉGIQUES ET DES FUSIONS-ACQUISITIONS : JUSTIFICATION COMPARATIVE PAR LE MODÈLE DE MESURE DE LA VALEUR FINANCIÈRE. « CAS DES SOCIÉTÉS DU SBF 250 »

Résumé

Les alliances stratégiques et les fusions-acquisitions sont théoriquement considérées aujourd'hui comme de véritables leviers de création de valeur. Cette création de valeur prend différentes formes, à savoir essentiellement une valeur stratégique, une valeur substantielle, une valeur institutionnelle et une valeur financière (notamment actionnariale). C'est cette dernière qui retient spécifiquement notre attention. L'objectif de ce travail de recherche, après avoir analysé les résultats des travaux empiriques réalisés sur l'impact des annonces d'acquisitions portant sur la performance boursière, est de répondre à deux questions fondamentales. La première question est de savoir si à un horizon plus ou moins lointain, la performance boursière des acquisitions coïncide avec la performance réelle, et si par conséquent cette forme de croissance externe peut se justifier par la motivation financière des dirigeants ou actionnaires. La deuxième question est de savoir si cette hypothèse formulée se vérifie également pour le cas des alliances, établissant par la même une comparaison avantageuse en faveur de l'une ou l'autre des options de croissance externe. Nos résultats montrent en définitive que sur le court terme l'annonce d'une alliance a un impact négatif sur la performance contrairement à l'annonce d'une fusion ou d'acquisition, tandis que d'autre part sur le long terme, il n'y a aucun impact positif (impact neutre) sur la performance financière qu'il s'agisse de l'alliance stratégique ou de la fusion-acquisition. Nous expliquons ce résultat par un phénomène de « création de valeur compensatoire » dans le cadre d'une intention *stratégico-financière*.

Mots clés: Alliances stratégiques, fusions-acquisitions, stratégie de croissance externe, création de valeur financière, création de valeur compensatoire, valeur boursière, économétrie des données de panel.

Laboratoire: Groupe de Recherche En Droit, Économie, Gestion (UMRCNRS UNS 7321)

THE VALUE CREATION OF STRATEGIC ALLIANCES AND MERGERS & ACQUISITIONS: A COMPARATIVE JUSTIFICATION THROUGH A MEASUREMENT BASED ON FINANCIAL VALUE MODEL. "THE EMPIRICAL CASE OF SBF 250 FIRMS "

Abstract

Strategic alliances and mergers & acquisitions are theoretically now considered as real levers of value creation. This value creation takes different forms, essentially strategic value, substantial value, institutional value and financial value (including shareholders). This latter holds our attention specifically. The objective of our research, after analyzing the results of empirical works focused on the acquisition announcements impact on the stock market performance, is to answer two fundamental questions. The first question is to know that if, on a more or less distant horizon, the stock market performance of acquisitions coincides with the actual performance and so if this form of acquisitions can be justified by the financial motivation of CEOs or shareholders. The second question is to know that if this hypothesis is also true in the case of alliances, establishing by the way an advantageous comparison in favor of one or other of the external growth options. Our final results show that in the short term the announcement of an alliance has a negative impact on performance as opposed to the announcement of a merger & acquisition, while other hand on the long-term, there is no positive impact (neutral impact) on financial performance whether it be the strategic alliance or merger & acquisition. We explain this result by the phenomenon of "creation of compensatory value" in the context of a strategic and financial plan.

Key words: Strategic alliances, mergers & acquisitions, external growth strategy, financial value creation, creation of compensatory value, market value, econometric of panel data.

Research unit: Groupe de Recherche En Droit, Économie, Gestion (UMR CNRS UNS 7321)

LISTE DES ACRONYMES

ABC	Activity Based Costing
ABM	Activity Based Management
AS	Alliances Stratégiques
CAC40	Cotation Assistée en Continu
CF	Cash-Flow
CR	Courant des ressources
CT	Court terme
CV	Création de Valeur
EVA	Economic Value Added
F&A	Fusions-Acquisitions
FCF	Free Cash Flow
IAS	International Accounting Standards
LT	Long terme
MCO	Moindres Carrés Ordinaire
MEDAF	Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers
MVA	Market Value Added
M&A	Mergers and Acquisitions
OPA	Offre Public d'Achat
OPE	Offre Public d'Echange
PBR	Price Book Ratio
R&D	Recherche et développement
RA	Rendements Anormal
RAC	Rendements Anormal Cumulés
RAM	Rendement Anormal Moyen
RBV	Resources Based View
ROA	Return On Asset
ROE	Return On Equity
SBF 250	Sociétés de Bourse Françaises
STATA	Data Analysis and Statistical Software
TCT	Théorie des Coûts de Transaction
VBM	Value Based Management

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION GÉNÉRALE.....	13
1. Intérêt de la recherche sur la création de valeur financière des alliances stratégique et des fusions-acquisitions.....	20
2. La problématique et les questions de recherche.....	23
3. La démarche adoptée pour répondre à la problématique de la recherche.....	27
3.1. Démarche théorique.....	27
3.2. Démarche méthodologique.....	28
4. Architecture de la thèse.....	29
PREMIÈRE PARTIE.....	32
LA JUSTIFICATION DE LA CROISSANCE EXTERNE PAR LA CRÉATION DE VALEUR : CAS COMPARÉS DES ALLIANCES STRATÉGIQUES ET DES FUSIONS-ACQUISITIONS.....	32
Chapitre 1.....	35
LES OPÉRATIONS DE CROISSANCE EXTERNE ET LA CRÉATION DE VALEUR : ALLIANCES STRATÉGIQUES VERSUS FUSIONS-ACQUISITIONS.....	35
Section 1 : LES OPÉRATIONS DE CROISSANCE EXTERNE : LES ALLIANCES STRATÉGIQUES (ANALYSE MULTI-NIVEAUX).....	36
1. Les opérations de croissance interne et externe.....	36
1.1. La croissance interne.....	37
1.2. La croissance externe.....	40
2. Analyse théorique des alliances stratégiques.....	42
2.1. Les principaux axes de recherche en matière d’alliances stratégiques.....	55
2.2. Focus sur les principaux travaux de recherche dans le domaine des alliances.....	56
Section 2 : LES OPÉRATIONS DE CROISSANCE EXTERNE : LES FUSIONS-ACQUISITIONS (ANALYSE MULTI-NIVEAUX).....	60
1. Analyse théorique des fusions-acquisitions.....	60
1.1. Les acquisitions.....	62
1.2. La fusion.....	64
2. Motifs de recours aux fusions-acquisitions.....	66
2.1. Des motivations stratégiques offensives.....	66
2.2. Des motivations stratégiques défensives.....	67
2.3. Des motivations financières.....	69
3. Les risques et inconvénients des fusions-acquisitions.....	70
4. L’accroissement de la performance dans le cadre des stratégies de fusions-acquisitions.....	71
4.1. Les fusions-acquisitions comme moyen d’action stratégique.....	71
4.2. Dans quelles mesures les fusions-acquisitions permettent-elles d’améliorer les performances de l’entreprise ?.....	74
5. Focus sur les principaux travaux de recherche dans le domaine sur les fusions-acquisitions.....	77
Section 3 : L’APPROCHE CONCEPTUELLE DE LA CRÉATION DE VALEUR.....	84
1. La création de valeur.....	84
1.1. Définition de la création de valeur.....	84
1.2. Vers une approche économique de la création de valeur.....	85
1.2.1. L’approche économique de la valeur.....	85
1.2.2. L’objectif économique de la création de valeur.....	87
1.3. Approches comptables et financières de la création de valeur.....	88
2. Les outils de mesure de la création de valeur.....	91

2.1. La mesure de la création de valeur boursière (à court terme)	92
2.1.1. La méthodologie d'étude d'évènement	93
2.1.2. Méthode de mesure de l'impact de l'annonce d'une alliance stratégique ou d'une fusion-acquisition sur le marché français de 1999 à 2010	98
2.2. Les outils de mesure de la création de valeur réelle (à long terme)	100
2.2.1. Le PBR (Price to Book Ratio) : la droite de valeur	103
2.2.2. Le ROA (Return On Asset)	104
2.2.3. Le ROE (Return on Equity)	106
Chapitre 2	111
PERSPECTIVES DE LA CRÉATION DE VALEUR	111
PAR LES ALLIANCES STRATÉGIQUES	111
ET LES FUSIONS-ACQUISITIONS	111
Section 1 : LA CRÉATION DE VALEUR POUR L'ACTIONNAIRE ET LE MANAGEMENT PAR LA VALEUR SUBSTANTIELLE	111
1. La création de valeur pour l'actionnaire	111
1.1. Le concept de management par la valeur financière	111
1.2. Le management par la valeur financière : un concept central mais limité	113
1.3. La remise en cause du VBM (Value Based Management)	114
2. Le management par la valeur substantielle	116
2.1. Les concepts fondamentaux	116
2.2. Les outils et leviers du management par la valeur substantielle	117
3. La difficulté d'une définition universelle pour la « création de valeur »	119
3.1. Le rôle central du cash-flow	119
3.2. La notion de valeur stratégique	120
4. Les différents leviers de création de valeur	122
4.1. Stratégie concurrentielle	122
4.2. Stratégie organisationnelle	124
4.3. Stratégie financière	126
4.4. Stratégie de portefeuille	127
Section 2 : VERS LE MODÈLE D'ANALYSE STRATÉGICO-FINANCIER	128
1. Finance et stratégie, quels points communs ?	129
1.1. Le modèle traditionnel d'analyse : La matrice BCG	129
1.1.1. Analyse stratégique et rentabilité	130
1.1.2. Analyse stratégique et flux financiers	130
1.1.3. Analyse de portefeuille et analyse financière	131
1.1.4. Analyse de portefeuille et analyse financière. Limites et insuffisances de ce modèle traditionnel à analyser les liens entre la stratégie et la finance	132
1.2. Portée et limites de l'approche par la création de valeur	132
1.2.1. Portée de l'approche par la création de valeur	132
1.2.2. Les limites de la création de valeur (financière)	133
2. Liens de convergences et divergences entre la finance et la stratégie	134
2.1. La stratégie et la finance sont deux disciplines différentes à la base	134
2.1.1. La finance	134
2.1.2. La stratégie	135
2.1.3. Des divergences : l'exemple de la diversification et de l'analyse du risque	136
2.2. La complémentarité entre la finance et la stratégie	138
2.2.1. Les positions stratégiques engagent des choix financiers	138
2.2.2. Les choix de politique financière incluent les projets stratégiques	140
Section 3 : CONTRIBUTION THÉORIQUE SUR LA RELATION AS/CV ET F&A/CV	141

1. La contribution du pilotage stratégique dans la création de valeur	141
1.1. L'enrichissement du modèle financier de l'entreprise et sa valeur par le pilotage stratégique	141
1.2. La création de valeur stratégique	143
2. L'approche dynamique du pilotage par la Valeur	145
2.1. La création de valeur comme processus	148
2.2. Elaboration du processus de création de valeur	149
2.2.1. L'identification de la valeur	149
2.2.2. Ressources/création de valeur	150
2.2.3. Une nouvelle conception de la chaîne de valeur	152
3. Aspects théoriques des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions	158
3.1. Les aspects théoriques à l'origine des opérations d'alliances stratégiques et de fusions-acquisitions	158
3.1.1. La recherche de synergies	158
3.1.1.1. <i>Les synergies opérationnelles</i>	159
3.1.1.2. <i>Les synergies financières</i>	159
3.1.1.3. <i>Les synergies managériales</i>	160
3.1.2. L'augmentation du pouvoir de marché	160
3.1.3. Les motivations d'ordre comportemental	161
3.1.3.1. L'opportunisme managérial.....	161
3.1.3.2. L'augmentation du bien-être des dirigeants	161
3.1.3.3. Le rôle disciplinaire.....	162
3.2. Les formes, les objectifs, les avantages et les inconvénients d'une alliance stratégique et d'une fusion-acquisition	163
DEUXIÈME PARTIE	168
ANALYSE EMPIRIQUE DE LA MESURE DE LA VALEUR FINANCIÈRE CRÉÉE PAR LES ALLIANCES STRATÉGIQUES ET LES FUSIONS-ACQUISITIONS.....	168
Chapitre 3	173
MODELE ET METHODOLOGIE DE LA RECHERCHE	173
Section 1 : HYPOTHÈSES DE RECHERCHE	173
1. Les courants théoriques face aux alliances stratégiques et les fusions-acquisitions dans la perspective de création de valeur	174
1.1. La théorie de l'efficience des marchés	174
1.2. La théorie des coûts de transaction	175
1.3. La théorie fondée sur les ressources.....	178
1.4. La théorie de l'agence	180
2. Les résultats des travaux empiriques antérieurs	186
3. Justification des variables.....	189
4. Hypothèses de recherche	191
Section 2 : DÉFINITION DES VARIABLES, ÉPISTEMOLOGIE ET DESIGN DE RECHERCHE	197
1. Définition et opérationnalisation des variables	197
1.1. Les variables dépendantes : la création de valeur financière	197
1.2. Les variables indépendantes : alliance stratégique ou fusion-acquisition.....	199
1.3. Les variables de contrôle.....	202
2. Le positionnement épistémologique « aménagé »	203
2.1. L'approche positiviste	206
2.2. L'approche constructiviste	206
2.3. L'approche interprétativiste	207

2.4. Le positivisme aménagé	208
3. Le design de recherche	211
Section 3 : LE CHOIX MÉTHODOLOGIQUE	212
1. Échantillon et données	214
1.1. Les entreprises de notre échantillon	217
1.2. Classement des entreprises de l'échantillon Alliances stratégiques (AS) et Fusions-acquisitions (F&A) selon la nouvelle et l'ancienne nomenclature de NYSE Euronext Paris	223
1.3. Les principaux secteurs d'activité des entreprises retenus sont les suivants :	226
2. Sources des données.....	226
3. Présentation des données et modèle économétrique	226
3.1. Présentation des données.....	227
3.1.1. Analyse d'opérations par secteur d'activité et par année.....	227
3.1.2. Analyse des données comptables et financières en pourcentage et en valeur	230
3.2. Modèle économétrique : estimation sur données de panel.....	232
3.2.1. Les avantages et les inconvénients des données de panel.....	234
3.2.2. Les effets fixes et aléatoires	234
3.3. Modèle de recherche	236
Section 1 : Présentation des résultats réalisés sur les statistiques descriptives	239
Chapitre 4.....	241
ANALYSE ET INTERPRÉTATION	241
DES RÉSULTATS OBTENUS	241
Section 1 : PRÉSENTATION DES RÉSULTATS RÉALISÉS SUR LES STATISTIQUES DESCRIPTIVES	243
1. Statistiques descriptives et analyse des statistiques descriptives	243
1.1. Les statistiques descriptives	243
1.2. Analyse des statistiques descriptives.....	244
2. Tests de comparaison des moyennes.....	246
2.1. Test de normalité.....	246
2.2. Test de stationnarité	247
3. Analyse descriptive des deux groupes : Alliances stratégiques et fusions-acquisitions	252
3.1. Alliance stratégique (AS).....	252
3.2. Fusions-acquisitions (F&A)	253
Section 2 : LES DÉTERMINANTS DE LA PERFORMANCE FINANCIÈRE : ANALYSE DES RÉSULTATS DE RÉGRESSION.....	255
1. Résultats	255
1.1. La mesure de la création de valeur financière.....	255
1.1.1. Etude de la corrélation.....	256
1.1.2. Etude de la régression	257
2. Analyse des résultats	260
2.1. Analyse des résultats à court terme	261
2.1.1. Alliances stratégiques.....	261
2.1.2. Fusions-acquisitions	265
2.2. Analyse des résultats à long terme	271
2.2.1. Alliances stratégiques AS.....	271
2.2.2. Fusions-acquisitions F&A.....	277
Section 3 : DISCUSSION ET INTERPRÉTATION DES RÉSULTATS DE LA RECHERCHE.....	287

1. Discussion des résultats à court terme.....	287
2. Discussion des résultats à long terme.....	289
CONCLUSION GÉNÉRALE	296
BIBLIOGRAPHIE	306
ANNEXES	340
Annexe 1 : AS (Test de <i>Student</i> sur la fenêtre d'évènement [-6, +20]).....	341
Annexe 2 : F&A (Test de <i>Student</i> sur la fenêtre d'évènement [-6, +20]).....	342
Annexe 3 : AS (Test de <i>Student</i> sur la fenêtre d'évènement [-10, +20]).....	344
Annexe 4 : F&A (Test de <i>Student</i> sur la fenêtre d'évènement [-10, +20]).....	348
Annexe 5 : AS (Test de <i>Student</i> sur la fenêtre d'évènement [-20, +20]).....	352
Annexe 6 : AS (Test de <i>Student</i> sur la fenêtre d'évènement [-20, +20]).....	356
Annexe 7 : AS à LT (représentation des régressions en graphiques).....	360
Annexe 8 : AS à LT régressions avec présence et absence et effet crise.....	362
Annexe 9 : AS à LT régressions avec présence et absence et par secteur	365
Annexe 10 : AS à LT régressions avec présence et absence et par secteur représenté en graphiques	374
Annexe 11 : AS à LT régressions avec présence, absence, effet crise et par secteur	377
Annexe 12 : AS avec CostGS (problème de multi colinéarité).....	388
Annexe 13 : F&A à LT (représentation des régressions en graphiques.....	388
Annexe 14 : F&A à LT régressions avec présence et absence et effet crise.....	391
Annexe 15 : F&A à LT régressions avec présence et absence et par secteur	393
Annexe 16 : F&A à LT régressions avec présence et absence et par secteur représenté en graphiques	402
Annexe 17 : F&A à LT régressions avec présence, absence, effet crise et par secteur	405
Annexe 18 : F&A avec CostGS (problème de multi colinéarité)	417
Annexe 19 : AS avec CostGS	417
Annexe 20 : AS Régressions avec CostGS	417
Annexe 21 : F&A avec CostGS	419
Annexe 22 : F&A Régressions avec CostGS	419
LISTE DES TABLEAUX.....	421
LISTE DES FIGURES.....	423
LISTE DES GRAPHIQUES	424
LISTE DES ANNEXES.....	425
LISTE DES ACRONYMES	427
TABLE DES MATIÈRES	428