

INVESTISSEMENTS FRANÇAIS AUX ETATS-UNIS, STRATÉGIES DE CROISSANCE EXTERNE ET RÉACTIONS DU MARCHÉ BOURSIER

Pierre-Xavier MESCHI
Professeur
Faculté des Sciences Economiques et de Gestion
Université de la Méditerranée
14 Rue Puvis de Chavannes
13001 Marseille
pxmeschi@univ-aix.fr

Emmanuel METAIS
Professeur
EDHEC
58, rue du Port
59046 Lille Cedex
emmanuel.metais@edhec.edu

Résumé : l'objectif de cet article est d'évaluer la réaction des marchés boursiers suite à l'annonce d'investissements directs par des entreprises françaises aux Etats-Unis. L'étude empirique se fonde sur une méthodologie d'étude d'événements, destinée à mesurer les rendements anormaux moyens et les rendements anormaux moyens cumulés, sur les cotations à la Bourse de Paris, associés à l'annonce d'acquisitions de firmes américaines par des entreprises françaises et à la création de coentreprises franco-américaines. L'échantillon comporte 116 annonces d'événements (80 annonces d'acquisitions et 36 annonces de coentreprises), opérés entre 1993 et 2000. Globalement, l'annonce d'investissements français aux Etats-Unis se traduit par des rendements anormaux moyens cumulés positifs sur une période allant de 10 jours avant à 21 jours après la date d'annonce. Ce résultat global varie selon les caractéristiques de l'investissement et la période par rapport à la date d'annonce. Ces analyses mettent à jour les stratégies de croissance externe des entreprises françaises aux Etats-Unis, qui créent le plus de valeur à court terme pour l'actionnaire, et précisent la logique des marchés boursiers au regard de ces investissements.

INVESTISSEMENTS FRANÇAIS AUX ETATS-UNIS, STRATÉGIES DE CROISSANCE EXTERNE ET RÉACTIONS DU MARCHÉ BOURSIER

Woolridge, Snow (1990) ont constaté que les annonces d'investissements, quels qu'ils soient, se traduisent globalement par des rendements anormaux positifs. Toutefois, de nombreuses recherches précisent cette relation globale, selon le type d'investissement effectué et les caractéristiques des stratégies de croissance mises en œuvre. En particulier, si la globalisation et l'internationalisation des entreprises sont considérées comme inéluctables et sources de création de richesse, les recherches sur ce thème présentent des résultats très variés, en montrant parfois que les manœuvres internationales ne créent pas plus de valeur pour l'actionnaire que des manœuvres domestiques ou encore que les acquisitions peuvent détruire de la valeur (Fatemi 1984 ; Lessard 1995 ; Merchant, Schendel 2000). Ce paradoxe, relevé à des moments et pour des régions différents, nous a incités à évaluer en quoi les investissements français aux Etats-Unis étaient créateurs de valeur pour l'actionnaire.

Plus précisément, en mobilisant une méthodologie centrée sur la mesure des rendements anormaux associés à une annonce d'événement, nous avons mesuré l'impact de plusieurs formes d'investissements français Outre-Atlantique sur la période 1993 – 2000. Afin d'évaluer la réaction du marché boursier, un modèle de recherche a été élaboré, qui nous a permis de structurer les relations potentielles entre d'une part les rendements anormaux moyens cumulés (cf. RAMC) sur une période allant de 10 jours avant l'annonce à 10 jours après l'annonce d'un investissement français aux Etats-Unis et d'autre part la forme de cet investissement.

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

L'analyse de l'impact d'annonces d'événements sur le cours de bourse d'une entreprise révèle des résultats très divers, selon les époques, les manœuvres, et les zones géographiques.

1.1. Type de manœuvre de croissance

Le type de manœuvre renvoie aux voies de croissance qu'une entreprise peut choisir pour se développer aux Etats-Unis : concentration, diversification ou intégration. La littérature révèle, globalement, une meilleure performance des manœuvres concentriques et reliées. Cette affirmation est supportée par deux grands courants théoriques de la recherche en management. D'une part, les travaux sur la « relatedness » (Rumelt 1974 ; Prahalad, Bettis 1986; Palich et al. 2000) semblent montrer que les diversifications reliées sont plus performantes que les

diversifications non reliées. D'autre part, l'approche fondée sur les ressources suppose qu'une entreprise a intérêt à fonder son développement sur quelques ressources clés qu'elle maîtrise parfaitement (Peteraf 1993).

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

Hypothèse 1 : « Les rendements anormaux liés aux annonces d'investissement français aux Etats-Unis se distinguent de manière significative selon le type de manœuvre de croissance : les rendements anormaux sont les plus élevés pour les manœuvres concentriques et les plus faibles pour les diversifications (l'intégration verticale étant considérée comme une forme de diversification) ».

1.2. Mode de croissance externe

1.2.1. Acquisitions

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

- toutes les recherches concluent à une très faible création de valeur pour les actionnaires de l'entreprise acquéreuse, voire à une destruction de valeur, quel que soit le secteur et l'époque (Franks, Broyles, Hecht 1977 ; Gregory 1997). Le constat est le même pour différents pays : Etats-Unis, Grande-Bretagne (Limmack 1991), Japon (Pettway, Yamada 1986). La création de valeur pour les actionnaires de l'entreprise cible est plus importante que pour les actionnaires de l'entreprise acquéreuse.
- Dans le temps, les rendements anormaux deviennent très négatifs, surtout pour l'acquéreur (Pettway, Trifts 1985 ; Mathur, De 1989). Gregory (1997) montre que deux ans après l'acquisition, les rendements anormaux sont significativement négatifs pour l'acquéreur. De même, Barnes (1984) montre que si les rendements anormaux au moment d'une annonce d'acquisition sont importants, ils diminuent ensuite, selon lui pour deux motifs : le manque d'information et la non-atteinte des objectifs initiaux.
- Les marchés anticipent les annonces de fusion/acquisition. Ainsi, Franks, Broyles, Hecht (1977) ont constaté que les rendements anormaux sont de +26% dans les quatre mois précédant la fusion. De même, Song, Walkling (2000) ont observé des rendements anormaux sur des entreprises cibles potentielles.
- Par ailleurs, certaines caractéristiques de l'offre semblent avoir un impact significatif sur les rendements anormaux : ainsi le paiement « en cash » crée des rendements anormaux supérieurs à un paiement en actions (Huang, Walkling 1987), de même que les offres hostiles par rapport aux offres amicales (Huang, Walkling 1987 ; Gregory 1997).

1.2.2. Acquisitions internationales

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

Par ailleurs, les études apportent des précisions par rapport à trois dimensions. Première dimension, la zone géographique semble avoir un impact significatif. Ainsi, plusieurs recherches

montrent que la zone géographique détermine le niveau des rendements anormaux (Cheng, Chan 1995 ; Lessard 1995 ; Yook, McCabe 1996 ; Markides, Oyon 1998 ; Cybo-Ottone, Murgia 2000). Peu de règle semble cependant se dégager, si ce n'est l'influence d'indicateurs tels que le niveau de risque politique (Mathur et al. 1989), le taux de change (Mathur et al. 1989), et le niveau de développement du pays (Doukas, Travlos 1988 ; Morck, Yeung 1991).

Deuxième dimension, l'expérience de l'international et du marché géographique détermine le niveau des rendements anormaux consécutifs à l'annonce d'une acquisition internationale. La littérature présente des résultats contradictoires. Selon Doukas, Travlos (1988), les rendements anormaux générés par une stratégie d'internationalisation sont inversement proportionnels à l'expérience de l'entreprise. En revanche, selon Markides, Oyon (1998), les rendements anormaux associés à des acquisitions internationales sont positivement corrélés à l'expérience internationale de l'entreprise acquéreuse.

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

1.2.3. Coentreprises ou « joint ventures »

Les résultats concernant les coentreprises sont mitigés. Ainsi, certaines recherches mettent en évidence une absence de rendements anormaux significatifs suite à l'annonce de la création de coentreprises (Finnerty et al. 1986 ; Das et al. 1998). En outre, Merchant, Schendel (2000) montrent que les critères traditionnels de création de valeur « actionnariale » par les coentreprises internationales (« relatedness » entre partenaires, expérience des coentreprises, taille, culture nationale, risque politique) ne sont pas significatifs. A l'inverse, d'autres constatent que les rendements anormaux associés aux coentreprises sont positifs et significatifs (McConnell,

Nantell, 1985 ; Koh, Venkatraman 1991 ; Balakrishnan, Kosa, 1993 ; Anand, Khanna 2000). Outre ces derniers résultats, la coentreprise semble être le mode de développement qui produit les rendements anormaux les plus élevés, notamment par rapport aux acquisitions et au développement interne (Woolwridge, Snow, 1990 ; Crutchley et al. 1991 ; Balakrishnan, Kosa 1993). Par ailleurs, les gains apparaissent plus élevés pour le plus petit des deux partenaires (McConnell, Nantell 1985 ; Koh, Venkatraman 1991 ; Das et al. 1998), pour le moins profitable des deux partenaires (Das et al. 1998) et pour un degré de « relatedness » élevé, entre les parents ou entre le parent et la coentreprise (Koh, Venkatraman 1991).

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

1.2.4. Synthèse sur le mode de croissance externe

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

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

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

1.3. Type de compétences acquises ou partagées

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

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

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

L'expérience est une source fondamentale d'apprentissage pour les entreprises (Penrose 1959 ; Cyert, March 1963 ; Argyris, Schon 1978). Au-delà des travaux fondateurs, la littérature en management abonde de travaux sur l'impact de l'expérience sur le développement et la performance des entreprises. Ainsi, l'expérimentation d'un large éventail d'événements conduit à accumuler de l'expérience et de la connaissance (Huber 1991 ; March 1991 ; Walsh 1995). Des entreprises peuvent en effet apprendre, au fil du temps, à mieux gérer des acquisitions (Singh, Zollo 1999), des opérations internationales (Chang 1995 ; Barkema, Vermeulen 1998) ou encore des coentreprises (Kale et al. 2000). En particulier, les dirigeants d'entreprises multinationales possèdent des « richer knowledge structures » que les dirigeants d'entreprises domestiques (Calori et al. 1994).

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

Hypothèse 4A : « Les rendements anormaux sont positivement corrélés à l'expérience du marché

américain ».

Hypothèse 4B : « Les rendements anormaux sont positivement corrélés à l'expérience dans le mode de croissance externe aux Etats-Unis ».

1.5. Modèle et synthèse des hypothèses de recherche

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

2. Méthodologie de recherche

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

La méthodologie d'étude d'événements nous a permis d'évaluer les effets à court terme des annonces d'investissement français aux Etats-Unis sur la valeur boursière des entreprises françaises concernées. S'inspirant des expérimentations de Sharpe (1964) et Fama et al. (1969), cette méthodologie s'appuie sur l'idée que le marché boursier réagit immédiatement à des annonces ou à des événements qui sont supposés affecter la performance future de l'entreprise cotée. Abowd et al. (1990 : 205, traduction personnelle) ont défini un événement comme « une annonce d'entreprise ou une action sur le marché qui véhicule des informations incrémentales aux acteurs des marchés boursiers, leur permettant de réviser leurs prévisions initiales sur les perspectives d'une organisation ». Régulièrement les entreprises cotées font des annonces de nature différente (financière, humaine, stratégique ou organisationnelle) ; celles-ci sont captées par les acteurs boursiers et leurs réactions à l'achat ou à la vente d'actions en constituent l'interprétation boursière. Le recours à cette méthodologie facilite la mise en lumière de l'impact de l'annonce étudiée sur les cours d'une action sur une période donnée, en comparant son rendement effectivement observé sur cette période avec le rendement qui aurait été le sien sur cette période si l'annonce n'était pas survenue. L'évaluation du rendement normal a été menée à partir d'un modèle de marché élaboré par Sharpe (1964) et Fama et al. (1969). Ce modèle classique établit une relation linéaire entre le rendement d'équilibre d'un titre sur une période et le rendement moyen du marché. Ce modèle de marché a été estimé pour chaque titre de

l'échantillon classique. Cette estimation a été obtenue à partir d'une relation linéaire entre le rendement d'équilibre de chaque titre sur une période de 150 jours [t-170 à t-21] précédant le début de la fenêtre de l'événement retenu [t-10 à t+10] et le rendement moyen du marché. Le CAC-40 est l'indice boursier retenu pour l'évaluation des rendements moyens du marché boursier français. La forme du modèle de marché utilisé ici est la suivante :

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

R_{jt} et R_{mt} sont respectivement le rendement du titre j et le rendement de marché sur la période t . Si les deux coefficients α_j et β_j (ε_{jt} est l'erreur résiduelle avec une moyenne égale à zéro) sont stables et effectivement estimés sur une période de temps dégagée de l'influence de l'événement, la mise en œuvre du modèle permet d'évaluer le rendement d'un titre j sur une période t appartenant à la période de l'événement tel qu'il se serait établi si l'événement n'était pas survenu. Ensuite, des tests ont été menés pour juger de la significativité statistique de ces estimations : Il s'agissait d'une part, du test F de Fisher-Snedecor pour juger de la significativité globale du modèle, et d'autre part, des tests t de Student pour les deux coefficients de la régression. Ont alors été retirés de l'échantillon tous les titres pour lesquels les résultats du test de F ou du test t n'étaient pas significatifs (au seuil de 5%). Les titres retirés de l'échantillon (10 au total) l'ont donc été dans presque tous les cas du fait de leur non significativité simultanée à ces deux tests. Finalement, les modèles estimés ont été utilisés pour évaluer les rendements normaux des actions durant la fenêtre de l'événement. L'écart constaté (entre le rendement observé et le rendement normal estimé pour chaque jour de la fenêtre de l'événement), qualifié de rendement anormal, est alors interprété comme la mesure de l'impact de l'annonce sur les cours de l'action durant cette période. Le rendement anormal d'un titre j sur une période t est donc calculé de la manière suivante :

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

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

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

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

$$Z_t = \frac{\sum_j^N RAMS_{jt}}{\sqrt{N}} \text{ avec } RAMS_{jt} = RA_{jt} / ET_{jt}$$

En ce qui concerne les rendements anormaux moyens cumulés, un test Zcumulé a été calculé de la manière suivante (P est la période de cumul des rendements anormaux moyens ; celle-ci est mesurée en nombre de jours à partir du début de la fenêtre de l'événement, i.e. t=-10) :

$$Zcumulé_t = \sum_{t=-10}^t \frac{Z_t}{\sqrt{P}}$$

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

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

Ont ensuite été retirées de ce premier échantillon « brut » toutes les annonces concernant des entreprises françaises non cotées pour leurs actions sur l'un des compartiments « actions françaises » du marché boursier français. A ce stade, l'échantillon était constitué de 126 annonces publiées. Par la suite, l'application des conditions de significativité lors de l'estimation des

modèles de marché a entraîné le retrait de 10 titres de l'échantillon portant celui-ci à 116 titres. Finalement, notre échantillon final de recherche comprenait 116 titres sur lesquels ont été évalués et testés les rendements anormaux. Ces 116 titres de l'échantillon de recherche correspondent à 80 annonces d'acquisitions et à 36 annonces de coentreprises.

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

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

Le Tableau 1 détaille l'échantillon de recherche en le classant par année. Il faut noter que la répartition sectorielle des 116 annonces est fortement hétérogène. Seuls quelques secteurs d'activité ressortent tout particulièrement (la distribution, l'équipement automobile, l'environnement et les matériaux).

2.3. Opérationnalisation des variables

La variable à expliquer, en l'occurrence les rendements anormaux associés aux annonces d'investissement français aux Etats-Unis, a été décomposée de manière classique en rendements anormaux moyens et rendements anormaux moyens cumulés. Seuls les rendements anormaux moyens cumulés ont été mobilisés pour tester les hypothèses de recherche. En dehors du fait qu'il s'agit là d'une pratique généralisée dans ce type d'études, il nous a semblé que l'utilisation des rendements anormaux moyens cumulés était pertinente en regard de notre objectif d'apprécier dans son ensemble, et non ponctuellement, la réaction du marché boursier suite à l'annonce d'investissements français aux Etats-Unis au cours d'une période de 21 jours autour de la date d'annonce et ainsi d'évaluer dans quelle mesure ces investissements étaient créateurs de valeur à court terme pour l'actionnaire.

En plus du mode de croissance externe utilisé (cf. acquisition et coentreprise), les 116 annonces répertoriées contenaient d'autres informations importantes permettant de préciser la nature de l'investissement français aux Etats-Unis. Ces informations nous ont permis de dégager

des variables que nous avons reliées aux rendements anormaux moyens cumulés sur cinq périodes différentes (cf. [-10, -3], [-2, +2], [-2, -1], [0, +2] et [+3, +10]). Une première série de variables identifie le contexte de l'opération d'investissement : il s'agit de l'année (1993-2000) et du montant de l'opération (exprimé en millions de \$) ainsi que du secteur d'activité concerné. Une deuxième série de variables concerne la nature stratégique et structurelle du mode de croissance utilisé. Certaines de ces variables ont été construites à partir d'une interprétation des informations disponibles dans l'article de presse relatant l'annonce d'investissement français aux Etats-Unis. Cela a été le cas du type de manœuvre de croissance et du type de compétences recherchées. Dans chaque article de presse, nous avons essayé d'associer au mode de croissance un type de manœuvre de croissance et un type de compétences recherchées. En distinguant les manœuvres de croissance horizontale et verticale, trois types de manœuvre ont été identifiés dans les 116 annonces :

- « concentration », correspond à un investissement dans un secteur d'activité ou dans un métier identique à celui ou ceux dans lesquels l'entreprise est traditionnellement positionnée) et dans des compétences similaires (ou proches).
- « diversification (reliée) », correspond à un investissement inter-sectoriel (i.e. dans un secteur d'activité différent) mais celui-ci se fait néanmoins dans le cadre de compétences reliées à celles détenues par l'entreprise française. Aucune annonce présentant le cas d'un investissement inter-sectoriel, sans l'existence de complémentarités de compétences (cf. « diversification non-reliée ou conglomérale »), n'a été identifiée dans notre échantillon.
- « intégration verticale », renvoie à un investissement qui tend à rapprocher l'entreprise soit de ses clients, soit de ses fournisseurs. En ce qui concerne les compétences recherchées, trois types ont également été dégagés de l'analyse des articles de presse à notre disposition : il s'agit des « compétences commerciales » (cf. connaissance du marché américain, activités de distribution, maîtrise marketing...), des « compétences industrielles » (cf. capacités technologiques, activités de R&D, sites industriels...) et des « compétences industrialo-commerciales » ou « mixtes ».

Au sein de cette deuxième série de variables concernant la nature stratégique et structurelle du mode de croissance utilisé, les autres variables ont été déduites directement à partir des informations présentées dans l'article : il s'agit de l'expérience du marché américain (ou « expérience américaine ») et de l'expérience dans un mode de croissance particulier (ou « expérience mode ») des entreprises françaises investissant aux Etats-Unis. Cette dernière

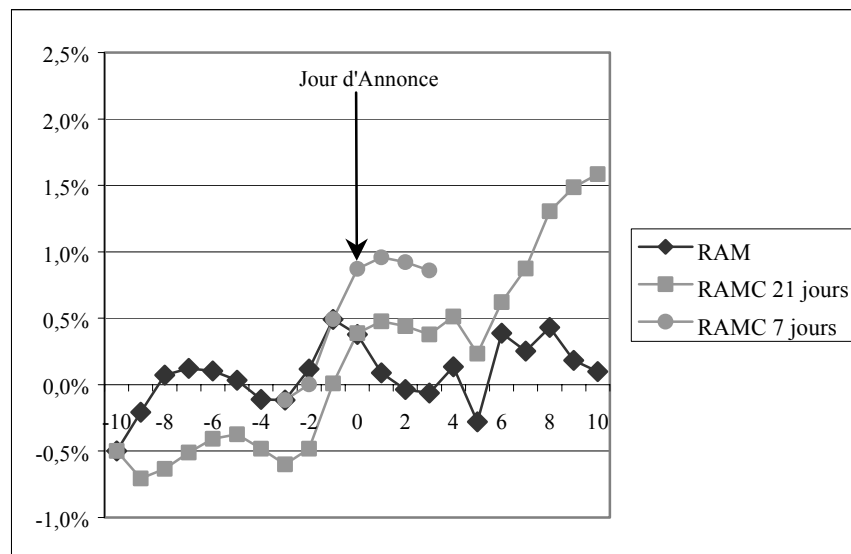
variable correspond à l'expérience des entreprises françaises en matière d'acquisitions, de créations de coentreprises aux Etats-Unis. Ces deux variables ont été mesurées pour toutes les entreprises françaises appartenant à notre échantillon en identifiant année après année tout au long de la période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

3. Résultats

3.1. Investissements français aux Etats-Unis et réactions du marche boursier : analyse descriptive

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

Figure 1 - Rendements anormaux (RAM et RAMC) et annonces d'investissement français aux Etats-Unis (116 Annonces)



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

Tableau 2 - Rendements anormaux (RAM et RAMC) et annonces d'investissement français aux Etats-Unis (116 annonces) : tests Z et Zcumulé

Jours	RAM	RAMC 21 jours	RAMC 7 jours
-10	-0,4996%***	-0,4996%***	
-9	-0,2074%	-0,7070%***	
-8	0,0724%	-0,6346%*	
-7	0,1235%	-0,5111%	
-6	0,1042%	-0,4070%	
-5	0,0340%	-0,3730%	
-4	-0,1103%	-0,4832%	
-3	-0,1170%	-0,6003%	-0,1170%
-2	0,1180%	-0,4823%	0,0009%
-1	0,4918%*	0,0095%	0,4927%
0-Annonce	0,3788%	0,3883%	0,8716%*

1	0,0879%	0,4763%	0,9595%**
2	-0,0367%	0,4395%	0,9228%*
3	-0,0622%	0,3774%	0,8606%**
4	0,1353%	0,5126%	
5	-0,2788%*	0,2339%	
6	0,3866%*	0,6204%	
7	0,2527%*	0,8731%*	
8	0,4310%**	1,3042%*	
9	0,1829%	1,4870%*	
10	0,0986%	1,5856%**	

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

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

Tableau 3 - Rendements anormaux (RAM et RAMC) et annonces d'acquisitions françaises aux Etats-Unis (80 Annonces) : tests Z et Zcumulé

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

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

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

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

Tableau 4 - Rendements anormaux (RAM et RAMC) et Annonces de Coentreprises franco-américaines (36 Annonces) : tests Z et Zcumulé

Jours	RAM	RAMC 21 jours	RAMC 7 jours
-10	-0,514%	-0,514%	
-9	0,065%	-0,450%	
-8	0,023%	-0,427%	
-7	0,359%	-0,068%	
-6	-0,237%	-0,305%	
-5	-0,110%	-0,415%	
-4	-0,017%	-0,433%	
-3	0,186%	-0,246%	0,186%
-2	0,938%**	0,692%	1,124%**
-1	0,940%**	1,631%	2,064%**
0-Annonce	0,165%	1,796%	2,229%**
1	0,067%	1,863%*	2,296%***
2	-0,713%**	1,150%	1,583%*
3	0,527%*	1,678%	2,110%**
4	0,139%	1,817%*	
5	-0,577%**	1,240%	
6	0,764%**	2,004%	
7	-0,146%	1,859%	
8	0,834%**	2,693%*	
9	0,052%	2,745%**	
10	-0,079%	2,666%**	

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

Pour les coentreprises franco-américaines, un impact significatif et positif sur les rendements anormaux moyens a été mis en lumière au deuxième et au jour précédant l'annonce (respectivement de +0,93% et +0,94%) et le troisième, le sixième et le huitième jour suivant leur

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

3.2. Investissements français aux Etats-Unis et réactions du marché boursier : test des hypothèses

Nos hypothèses de recherche associent les rendements anormaux moyens cumulés à six variables explicatives : le mode de croissance, la répartition du capital entre les partenaires (pour les coentreprises franco-américaines), le type de manœuvre de croissance, le type de compétence recherchée, l'expérience du marché américain (ou « expérience américaine »), l'expérience dans un mode de croissance particulier (ou « expérience mode ») des entreprises françaises investissant aux Etats-Unis. Ces six variables explicatives ont été mises en relation avec les rendements anormaux moyens cumulés sur cinq périodes différentes (cf. [-10, -3], [-2, +2], [-2, -1], [0, +2] et [+3, +10]). Les résultats pour ces différentes variables sont présentés dans le Tableau 5, le Tableau 6 et le Tableau 7. Le test LSD de Fisher a été utilisé ici (il s'agit d'un test de comparaison multiple post hoc par paire de différence la moins significative (LSD), et qu'il est équivalent aux divers tests t individuels entre toutes les paires des groupes).

Tableau 5 - RAMC sur différentes périodes, modes de croissance externe, types de manœuvre de croissance et types de compétences : analyse de la variance simple

Variables	RAMC [fenêtre]	RAMC [-10, -3]	RAMC [-2, +2]	RAMC [-2, -1]	RAMC [0, +2]	RAMC [+3, +10]
Mode de	Acquisition	-0,8% (5,6%)	0,8% (6,2%)	0,004% (4,1%)	0,8% (5,2%)	1% (5,4%)

croissance ^b	Coentreprise	-0,2% (7%)	1,2% (5,6%)	1,9% (4,5%)	-0,6% (4,3%)	1,5% (5,4%)
Valeur de F ^a		0,18	0,12	4,63 **	2,03	0,25
Test PLSD de Fisher	Acquisition/Coentreprise	-0,5%	-0,4%	-1,8%**	1,4%	-0,5%
Type de manœuvre de croissance ^c	Concentration (A1)	-1,2% (5,6%)	1,1% (5,7%)	0,4% (3,8%)	0,6% (5%)	1,3% (5,6%)
	Diversification (B1)	0,3% (5,6%)	1,7% (7,4%)	2,2% (5,2%)	-0,5% (4,2%)	1,3% (4,4%)
	Intégration Verticale (C1)	4,2% (9,9%)	-1,7% (7,5%)	0,007% (7,8%)	-1,7% (6,3%)	-0,2% (4%)
Valeur de F ^a		3,15 **	0,89	1,1	1	0,29
Test PLSD de Fisher	Classe A1/Classe B1	-1,4%	-0,7%	-1,8%*	1,1%	0%
	Classe A1/Classe C1	-5,3%**	2,7%	0,4%	2,3%	1,5%
	Classe B1/Classe C1	-3,9%*	3,4%,	2,2%	1,2%	1,5%
Type de compétences ^d	Commerciales (A2)	-0,001% (4,6%)	1,5% (5,6%)	0,3% (4%)	1,3% (4,5%)	-0,4% (4,2%)
	Industrielles (B2)	-0,8% (6,4%)	0,5% (6,3%)	0,8% (4,3%)	-0,3% (5%)	1,6% (5,8%)
	Mixtes (C2)	-0,4% (6,1%)	2,7% (4,9%)	0,1% (5,2%)	2,5% (4,8)	1,4% (3,4%)
Valeur de F ^a		0,17	0,82	0,21	2,4 *	1,23
Test PLSD de Fisher	Classe A2/Classe B2	0,8%	1%	-0,5%	1,5%	-2%
	Classe A2/Classe C2	0,4%	-1,1%	0,1%	-1,2%	-1,9%
	Classe B2/Classe C2	-0,4%	-2,1%	0,6%	-2,8%**	0,1%

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

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

^b Effectif de la classe « acquisition » (80 annonces) et de la classe « coentreprise » (35).

^c Effectif de la classe A1 (93 annonces), de la classe B1 (14) et de la classe C1 (8).

^d Effectif de la classe A2 (22 annonces), de la classe B2 (80) et de la classe C2 (13).

La relation associant rendements anormaux moyens cumulés et types de manœuvre de croissance n'est validée que sur la période [-10, -3] (à p<0,05). Sur cette période, la concentration génère des rendements anormaux moyens cumulés négatifs (-1,2%), la diversification des rendements anormaux moyens cumulés légèrement positifs (+0,3%) et l'intégration verticale des rendements anormaux moyens cumulés positifs et élevés (+4,2%). En outre, les comparaisons par paires sur cette période montrent que le marché boursier valorise l'intégration verticale par rapport à la diversification (différentiel de -5,3 % à p<0,01), elle-même valorisée davantage que la concentration (différentiel de -3.9% à p<0,1). Cette différence forte d'appréciation boursière entre concentration et diversification est également significative sur la période [-2, -1] (différentiel de -1,8% à p<0,1). L'hypothèse 1 est donc invalidée sur la période [-10, -3].

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

période [-2, -1], les coentreprises génèrent davantage de valeur à court terme pour l'actionnaire (différentiel significatif de -1,8%).

Tableau 6 - RAMC sur différentes périodes, création de coentreprises franco-américaines et répartition du capital entre les partenaires : analyse de la variance simple

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

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

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

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

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

La relation associant rendements anormaux moyens cumulés et types de compétences n'est validée que sur la période [0, +2] (à $p < 0.1$). Sur cette période, l'investissement dans des compétences commerciales génère des rendements anormaux moyens cumulés positifs de +1,3%, l'investissement dans des compétences industrielles génère des rendements anormaux moyens cumulés négatifs de -0,3% et l'investissement dans des compétences mixtes des rendements anormaux moyens cumulés positifs et élevés (+2,5%). Au niveau des comparaisons par paires sur la même période, seule la différence entre compétences mixtes et compétences industrielles apparaît statistiquement significative (différentiel de -2,8% à $p < 0.05$). En conséquence, l'hypothèse 3 est donc invalidée sur la période [0, +2].

Tableau 7 - RAMC sur différentes périodes, « expériences américaine et mode » : analyse de régression multiple

Variables	RAMC [-10, -3]	RAMC [-2, +2]	RAMC [-2, -1]	RAMC [0, +2]	RAMC [+3, +10]
Expérience américaine	-0,028 (-0,155)	-0,28 (-1,61)*	-0,12 (-0,68)	-0,239 (-1,36)	0,013 (0,072)
Expérience « mode »	0,1 (0,58)	0,26 (1,46)	0,2 (1,09)	0,14 (0,81)	-0,13 (-0,72)
Valeur de F	0,38	1,32	0,71	1,12	0,78

r^2	0,007	0,023	0,013	0,02	0,014
-------	-------	-------	-------	------	-------

*p<0,1

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

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

4. Discussion-Conclusion

Les résultats concernant les hypothèses sont donc les suivants : l'hypothèse 1 (type de manœuvre) est invalidée globalement, et plus spécifiquement sur la période [-10, -3] ; les hypothèses 2A (mode de croissance) et 2B (majorité du capital des coentreprises) ne sont validées que sur la période [-2, -1] ; l'hypothèse 3 (type de compétence acquise) est invalidée globalement, et plus spécifiquement sur la période [0, +2] ; les hypothèses 4A (expérience du marché américain) et 4B sont invalidées (expérience dans le mode de croissance aux Etats-Unis).

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

Les résultats concernant les modes de croissance externe sont conformes à la littérature concernant les coentreprises, précisant que plus le partenaire français contrôle la coentreprise, plus la création de valeur pour l'actionnaire est significative. Nos résultats s'inscrivent également dans le prolongement de nombreuses études européennes et américaines sur les acquisitions

notamment les acquisitions internationales, puisque les acquisitions françaises aux Etats-Unis se traduisent par des rendements anormaux moyens cumulés très faibles et non statistiquement significatifs (Navatte 1978 ; Barnes 1984 ; Cartwright et al. 1987 ; Huang, Walkling 1987 ; Doukas, Travlos 1988 ; Husson 1990 ; Jennings, Mazzeo 1991 ; Albouy 2000). Concernant les types de manœuvre, nos résultats sont en contradiction par rapport à une grande partie de la littérature (Woolridge, Snow 1990 ; Gregory 1997). En effet, on constate que plus l'entreprise s'éloigne de son métier de base, plus les rendements anormaux moyens cumulés sont élevés. Ainsi, la concentration semble détruire de la valeur à court terme pour l'actionnaire, alors que la diversification et surtout l'intégration verticale créent de la valeur « actionnariale ». Seule l'étude de Doukas, Travlos (1988) confirme nos résultats sur la diversification ; par ailleurs, la littérature sur les rendements anormaux moyens cumulés n'évoque pas le cas de l'intégration verticale dans le cadre d'une manœuvre d'internationalisation. Concernant le type de compétences, nos résultats ne sont pas exactement conformes à la littérature (Balakrishnan, Kosa, 1993 ; Das et al. 1998) car nous avons constaté que le développement de compétences commerciales et mixtes apparaît mieux valorisée par le marché que le développement de compétences industrielles, tout en montrant que compétences commerciales et compétences industrielles ne s'opposent pas, mais se complètent et rassurent les marchés boursiers. Concernant l'expérience, nos résultats sont contradictoires par rapport aux travaux existants. En effet, la littérature montre globalement une relation positive entre expérience et rendements anormaux (Doukas, Travlos 1988 ; Markides, Oyon 1998 ; Anand, Khanna 2000). Or nous constatons que l'expérience dans le mode aux Etats-Unis n'est pas associée à une valeur « actionnariale » supplémentaire, tandis qu'une petite expérience ou aucune expérience du marché américain apparaît bien perçue par le marché boursier français en cas d'investissement aux Etats-Unis. Enfin, on observe que les rendements anormaux moyens cumulés sont significatifs sur des périodes précédant la date d'annonce, voire très légèrement après. Aucun résultat n'est significatif en période [+3, +10]. Ceci peut provenir d'une anticipation des marchés, résultant du fait que des informations filtrent souvent quelques jours avant l'annonce officielle.

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

- Première proposition : les marchés boursiers semblent sensibles aux stratégies de rupture. Ainsi, ils valorisent la diversification, l'intégration verticale (qui est une forme de diversification

éloignée) et l'absence de présence préalable sur le marché américain. En outre, ils dévalorisent les stratégies de concentration, s'opposant au principe de la « relatedness ». Les marchés boursiers accordent donc une prime à la rupture, d'un double point de vue : nouveau métier et nouveau marché géographique.

- Deuxième proposition : les marchés boursiers apparaissent sensibles au degré de contrôle exercé par l'entreprise qui opère l'investissement. Même si les opérations d'acquisition ne génèrent que des rendements anormaux non significatifs, les autres opérations et manœuvres, garantissant un degré de contrôle élevé, sont valorisées. Ainsi, les marchés boursiers valorisent les coentreprises lorsqu'elles sont contrôlées majoritairement par le partenaire français et les manœuvres d'intégration verticale (qui supposent un niveau de contrôle élevé par rapport à un recours au marché). Les marchés boursiers accordent donc globalement une prime au contrôle, dans la manœuvre comme dans le mode de croissance.

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

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

Bibliographie

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

Albouy M. (2000), « A qui Profitent les Fusions-Acquisitions ? Le Regard du Financier », *Revue Française de Gestion*, n°131, novembre – décembre, p. 70-84.

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

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

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

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

Barnes P. (1984), « The Effect of a Merger on the Share Price of the Attacker », *Accounting and Business*

Research, vol. 15, n°57, p. 45-50.

Bradley M., Desai A., Kim E.H. (1988), « Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms », *Journal of Financial Economics*, vol. 21, n°1, p. 3-41.

Brown S.J., Warner J.B. (1985), « Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies », *Journal of Financial Economics*, vol. 14, p. 3-31.

Calori R., Johnson G., Sarnin P. (1994), « CEOs' Cognitive Maps and the Scope of the Organization », *Strategic Management Journal*, vol. 15, n°6, p. 437-458.

Cartwright P.A., Kamerschen D.R., Ziebertz W.B. (1987), « The Competitive Impact of Mergers, 1930-1979 », *American Business Law Journal*, vol. 25, n°1, p. 33-63.

Chang S.J. (1995), « International Expansion Strategy of Japanese Firms: Capability Building through Sequential Entry », *Academy of Management Journal*, vol. 38, n°2, p. 383-407.

Cheng L.T., Chan K.C. (1995), « A Comparative Analysis of the Characteristics of International Takeovers », *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 22, n°5, p. 637-658.

Crutchley C.E., Enyang G., Hansen R.S. (1991), « Stockholder Benefits from Japanese-U.S. Joint Ventures », *Financial Management*, vol. 20, n°4, p. 22-31

Cybo-Ottone A., Murgia M. (2000), « Mergers and Shareholder Wealth in European Banking », *Journal of Banking & Finance*, vol. 24, n°6, p. 831-859.

Cyert R.M., March J.G. (1963), *A Behavioral Theory of the Firm*, Prentice-Hall, New York.

Das S., Sen P.K., Sengupta S. (1998), « Impact of Strategic Alliances on Firm Valuation », *Academy of Management Journal*, vol. 41, n°1, p. 27-41.

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

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

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

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

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

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

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

Harrigan K.R. (1985), « Vertical Integration and Corporate Strategy », *Academy of Management Journal*, vol. 28, n°2, p. 397-425.

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

Huber G.P. (1991), « Organizational Learning: The Contributing Processes and Literatures »,

Organization Science, n° 2(special issue), p. 88-115.

Husson B. (1990), *La Prise de Contrôle d'Entreprises*, PUF, Paris.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Navatte P. (1978), « Les Réactions du Marché Boursier Français à l'Annonce d'une Opération de Fusion-Absorption : le Cas Français 1962-1974 », *Analyse financière*, n°34, p. 102-117.

Palich L.E., Cardinal L.B., Miller C.C. (2000), « Curvilinearity in the Diversification-Performance Linkage: An Examination of Over three Decades of Research », *Strategic Management Journal*, vol. 21, p. 155-174.

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

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

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

Pettway R.H., Yamada T. (1986), « Mergers in JAPAN and their Impacts upon Stockholders' Wealth », *Strategic Management Journal*, vol. 7, n°2, p. 131-141.

Financial Management vol. 15, n°4, p. 43-53.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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