



LOUVAIN
School of Management

Essais sur les fusions et acquisitions

Jean-Yves Filbien

Doctoral Thesis 09 | 2010

Facultés Universitaires Catholiques de Mons

LOUVAIN SCHOOL OF MANAGEMENT RESEARCH INSTITUTE

Louvain School of Management

Doctoral Thesis Series



Essais sur les fusions et acquisitions

Jean-Yves Filbien

After providing a general framework of merger-acquisition, in particular as value-creating process, we examine empirically the effects of their announcement through three essays. First, we study the intraday market reactions to announcements in the United-States. We find gains for target firms, while acquiring firms do not earn significant abnormal returns. These results occur in a high trading activity and an improvement of liquidity. Second, we extend the analysis to the competitors of merging firms. Considering the Canadian evidence, the release of information affects negatively their rivals. Third, we study the conditions under which managers are more willing to listen to investors. Analyzing a sample of French acquisitions, we find that the well-connected managers are more likely to complete a deal in spite of a negative market reaction on acquisition announcement.

Jean-Yves Filbien was born in France. He has been an assistant for the Finance Department at FUCaM – Louvain School of Management since 2005. He received a master degree in Economics from the University of Lille 1 and in Finance from the University of Lille 2. He is currently working on different projects related to mergers and acquisitions.

Essais sur les fusions et acquisitions Jean-Yves Filbien 09 | 2010



FACULTÉS UNIVERSITAIRES CATHOLIQUES DE MONS
Louvain School of Management

Essais sur les fusions et acquisitions

Jean-Yves Filbien

Thèse présentée en vue d'obtention
du grade de Docteur
en sciences économiques et de gestion

Membres du Jury :

Madame Isabelle Platten – Professeur aux Facultés Universitaires Catholiques de Mons – promoteur

Monsieur Eric de Bodt – Professeur à l'Université de Lille II – copromoteur

Madame Christelle Lecourt – Professeur aux Facultés Universitaires Notre-Dame de la Paix de Namur

Monsieur Nihat Aktas – Professeur à l'École de Management de Lyon

Monsieur Michel Levasseur – Professeur à l'Université de Lille II

Monsieur Philippe Raimbourg – Professeur à l'Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne – président

Monsieur Maher Kooli – Professeur à l'Université du Québec à Montréal

Décembre 2010

Remerciements

Merci à vous, directeurs de thèse, Professeurs Isabelle Platten et Eric de Bodt, pour votre confiance, vos compétences et votre patience.

Merci également à vous, membres de mon comité d'encadrement, Professeurs Nihat Aktas et Michel Levasseur, pour vos conseils avisés en tant que membres de mon comité d'encadrement.

Merci à vous, Professeurs Christelle Lecourt, Maher Kooli et Philippe Raimbourg, pour avoir accepté d'intégrer le jury.

Merci à vous, camarades de promotion du Lille School of Management Research Center, notamment, Ingrid Bellettre, Helen Bollaert, Sabrina Chikh, Jean-Gabriel Cousin, Hicham Daher, Meriem Daïri et Marieke Delanghe. Un merci particulier à toi, Sabrina Chikh, sans qui, cette thèse n'aurait peut-être jamais abouti.

Merci à vous, collègues du Département de Finance des Facultés Universitaires Catholiques de Mons (FUCaM), et plus spécialement, merci à « Madame » Capiiau, Benoît Detollenaere, Rudy De Winne, Catherine D'Hondt, Laury Lambot, Christophe Majois, Véronica Martello, Mikkael Petitjean, Isabelle Platten et Céline Rans. Merci à toi, Christophe Majois, pour ton aide, tes conseils, ta relecture et ton amitié. Merci également à vous autres, collègues fucamiens avec qui j'ai partagé tant de moments agréables, Marie Kindt, Fabien Labondance, Laurent Lievens, Fernando Ruiz, Damien Vanneste, ...

Merci à vous, professeurs et collègues d'HEC Montréal, de m'avoir accueilli durant mon séjour au Québec, notamment Claire Boisvert, George Dionne, Sara Malekan, Karima Ouederni et Xiao Zhou.

Merci à vous, amis, d'avoir évité de me demander trop fréquemment la date de ma soutenance de thèse.

Merci à vous, mes parents, de m'avoir permis de faire des études. Merci à toi, ma sœur. Merci Bonne-Maman. Merci encore, à toi, Charlotte, la femme du premier jour du reste de ma vie.

Je reste évidemment le seul responsable des erreurs et autres manquements qui nuiraient à la qualité de ce document.

Table des matières

Remerciements.....	6
Table des matières	8
Introduction générale	10
CHAPITRE 1 Création de valeur des fusions-acquisitions dans la littérature.....	22
1.1 Fondements des opérations de fusion-acquisition.....	22
1.1.1 Causes exogènes.....	22
1.1.2 Causes endogènes.....	24
1.2 Études empiriques	28
1.2.1 Rendements anormaux	28
1.2.2 Principaux déterminants de la réaction des marchés financiers aux annonces de fusion-acquisition	33
1.3 Conclusion du chapitre 1.....	40
CHAPITRE 2 Réactions intra-quotidiennes des investisseurs aux annonces de fusions- acquisitions.....	42
2.1 Introduction.....	42
2.2 Vitesse de convergence vers l'efficience autour des annonces de fusion-acquisition	44
2.3 Rendements, activité de marché, liquidité et impact des prix autour d'annonces de fusion-acquisition	48
2.3.1 Rendements.....	48
2.3.2 Activité de marché.....	49
2.3.3 Déséquilibres de transactions	53
2.3.4 Liquidité	55
2.3.5 Fourchette de prix effective, fourchette de prix réalisée et impact des prix	57
2.4 Méthode.....	59
2.4.1 Définitions des variables	59
2.4.2 Méthodologie des études d'événement.....	64
2.5 Données	66
2.6 Résultats empiriques	69
2.6.1 Rendements et volatilité.....	70
2.6.2 Activité de marché.....	72
2.6.3 Déséquilibres de transactions	74
2.6.4 Liquidité	75
2.6.5 Fourchette de prix effective, fourchette de prix réalisée et impact de prix.....	77
2.7 Conclusion du chapitre 2.....	78

CHAPITRE 3 Gains to Merging Firms and their Rivals Evidence from Canada.....	80
3.1 Introduction.....	80
3.2 Background and Hypotheses Development.....	82
3.2.1 Short-term Price Reactions	82
3.2.2 Short-term Price Reactions of Rivals.....	83
3.2.3 Main Potential Determinants of Short-term Price Reactions	87
3.3 Data and Method.....	90
3.3.1 Data	90
3.3.2 Method.....	94
3.4 Empirical Results.....	98
3.4.1 Cumulative Abnormal Returns to Acquiring and Target Firms.....	98
3.4.2 Cumulative Abnormal Returns to Merging Firms' Rivals.....	99
3.4.3 Further Evidence by Industry	102
3.4.4 Cumulative Abnormal Returns to Acquiring and Target Firms' Characteristics	104
3.5 Conclusion of Chapter 3.....	106
CHAPITRE 4 Acquisitions and CEO Power: Evidence from French Networks.....	108
4.1. Introduction.....	108
4.2. Hypotheses Development.....	111
4.2.1 Structural Power	112
4.2.2 Ownership Power	113
4.2.3 Expertise Power	114
4.2.4 Prestige Power	115
4.3. Empirical Method	118
4.3.1 Sample Selection	118
4.3.2 Method.....	120
4.4. Empirical Results.....	123
4.4.1. CEOs' and Acquiring Firms' Characteristics	123
4.4.2. Logit Estimates of the Likelihood of Completed Acquisition.....	128
4.5. Conclusion of Chapter 4.....	132
Conclusion générale.....	140
Liste des acronymes	146
Liste des annexes	148
Table des figures	150
Liste des tableaux	152
Bibliographie.....	154

Introduction générale

Le 3 mai 2010, *United Airlines* annonce vouloir fusionner avec *Continental Airlines* lors d'une transaction évaluée à trois milliards de dollars U.S., ce qui conduirait à créer la plus importante compagnie aérienne mondiale. Cet événement s'inscrit dans un historique où le marché des fusions-acquisitions (FA) s'est toujours signalé par de nombreuses méga-fusions. À titre d'exemples, nous pouvons citer le rapprochement de *Mannesmann AG* et *Vodafone AirTouch PLC* dans le secteur des télécommunications durant la décennie 90 ou celui de *Rio Tinto PLC* et *BHP Billiton Ltd.* dans le secteur minier durant les années 2000.

Ces manœuvres reflètent une profonde réalité économique qui voit de nombreuses entreprises faire le choix de la croissance externe. Cependant, l'année 2010 marque un tournant. En effet, le marché des FA s'est fortement ralenti durant la période de crise économique et financière du début du siècle. Pour autant, l'histoire des FA nous montre que le marché des FA se caractérise par des vagues de concentrations (Weston et al., 2003).

Historiquement, cinq vagues de concentration peuvent être retenues avec des périodes d'intense activité de FA. La première vague commence en 1895 par la décision de la Cour Suprême des États-Unis au cours du procès de la *Knight Company*. Cette entreprise avait fait l'objet d'un rachat par l'*American Sugar Refining Company*. L'opération faisait partie intégrante d'une stratégie de concentration l'amenant à détenir près de 98% du marché du sucre américain. La décision de la Cour Suprême vise à débouter le procureur et donc à conclure que l'opération n'entrave pas la concurrence dans la mesure où les entreprises concernées résidaient dans le seul État de Pennsylvanie. Cet événement libère un mouvement de FA qui se caractérise par de larges fusions horizontales aux États-Unis. Cette première vague s'accompagne également de profondes mutations industrielles. La recherche d'économies d'échelle est au cœur de la stratégie de croissance externe. Ces opérations facilitent notamment la réalisation d'un réseau ferroviaire et électrique aux États-Unis, ainsi que l'utilisation systématique du charbon comme source d'énergie. Par la suite, ces choix ont été stratégiques au développement du marché américain. Dans le même temps, nous assistons à la transformation d'entreprises régionales en grandes entreprises nationales au travers de ces opérations de FA. Cette concentration engendre l'émergence de

monopoles (Stigler, 1950). Cette première vague s'achève sur la décision, en 1904, de la Cour Suprême des États-Unis qui annule l'acquisition de trois entreprises de chemins de fer par la *Northern Securities Corporation* et qualifie désormais le rapprochement d'entreprises d'illégal.

En 1922, nous assistons à une deuxième vague de FA qui accompagne la reprise économique de l'après Première Guerre Mondiale. La période se caractérise par de nombreuses innovations technologiques, notamment dans les transports et les communications. De même, les industries bancaire et de service à la collectivité sont stimulées. Le marché des FA est alors marqué par de larges fusions verticales, amenant des oligopoles dans nombre de secteurs (Stigler, 1950). Cette vague s'arrête brusquement avec la crise économique et financière de 1929.

En 1948, l'affaire *Paramount* souligne l'impact néfaste de la concentration verticale dans l'industrie cinématographique, en mettant en lumière les fusions des activités de production et de distribution. En effet, les producteurs de cinéma états-uniens sont contraints de céder leurs participations dans leurs salles de distribution. Durant les années 60, nous assistons à l'émergence d'importants conglomérats qui marque une troisième vague d'opérations de FA. La croissance économique favorise cette tendance par l'émergence de la consommation de masse mais le phénomène s'essouffle avec le ralentissement économique.

Quatrièmement, le début des années 70 est marqué par une première crise pétrolière de grande envergure, suivie par une seconde à la fin de la décennie. Les conglomérats se démantèlent et laissent place à de larges leaders industriels dans les années 80. Le retour à la croissance et le rebond des marchés financiers sont aussi des déterminants importants de la recrudescence de l'activité des FA. De même, nous retrouvons de nombreuses innovations technologiques, notamment dans le secteur informatique et de la communication. Les innovations sont également financières, avec notamment le développement des émissions d'obligations de mauvaise qualité. À la suite des chocs pétroliers, nous assistons également à de nombreuses restructurations dans le secteur pétrolier. Nous assistons, par exemple, à la transaction entre *Chevron* et *Gulf* en 1984 pour près de 13 milliards de dollars U.S. et celle entre *DuPont* et *Conoco* en 1981 pour 8 milliards de dollars U.S..

Enfin, cinquièmement, de 1992, marquée par la fin de la première guerre en Irak, à l'an 2000, nous assistons à de nombreux réalignements stratégiques de la part des

entreprises à la faveur d'innovations technologiques majeures, avec notamment Internet et la fibre optique. D'autres forces en présence peuvent également être citées, telles que la globalisation, la déréglementation, l'environnement économique, les rachats d'actions et l'attribution de *stock options*. L'éclatement de la bulle des Nouvelles Technologies de l'Information et de la Communication mettra fin à cette cinquième vague de FA.

Dans un avenir proche, nous pourrions assister à l'émergence d'une nouvelle vague de croissance externe. Cette dernière pourrait se signaler par une recrudescence des opérations impliquant des entreprises provenant de pays émergents, à l'instar de l'acquisition de la société française *Arcelor* par la compagnie indienne *Mittal Steel* en 2006.

Réalité économique L'annonce d'opérations de FA représente généralement une information majeure pour les marchés financiers car ces transactions génèrent souvent des investissements importants. Au-delà des volumes conséquents qu'elles représentent, les opérations de FA sont fréquentes.

En effet, au travers du graphique 1, nous montrons la récente évolution du marché des FA en mesurant la distribution annuelle des FA et leur valeur de transaction¹. Nous pouvons identifier deux récents mouvements de FA sur les deux dernières décennies. La première démarre véritablement en 1997 pour atteindre un sommet en 2000, avec 14 504 opérations et 3,3 billions de dollars U.S. de valeurs de transactions. L'explosion de la bulle spéculative autour des titres des Nouvelles Technologies de l'Information et de la Communication marquera la fin de cette période de forte activité de FA. Après une diminution significative, nous remarquons une recrudescence des opérations de 2002 à 2007, qui révèle ainsi l'émergence d'une nouvelle vague de FA. Sur cette fenêtre, nous passons d'un nombre d'opérations de 9 993 en 2002 à plus de 16 203 en 2007, marquant ainsi un record historique. En terme de valeur de transaction cumulée, nous constatons cette même tendance (de 1,1 billion de dollars U.S. en 2002 à 3,9 billions de dollars en 2007). Dès 2008 et le début de la crise économique et financière, l'évolution est lourdement en baisse. Sur le graphique 1, nous distinguons également l'activité du marché des FA en fonction des pays étudiés dans

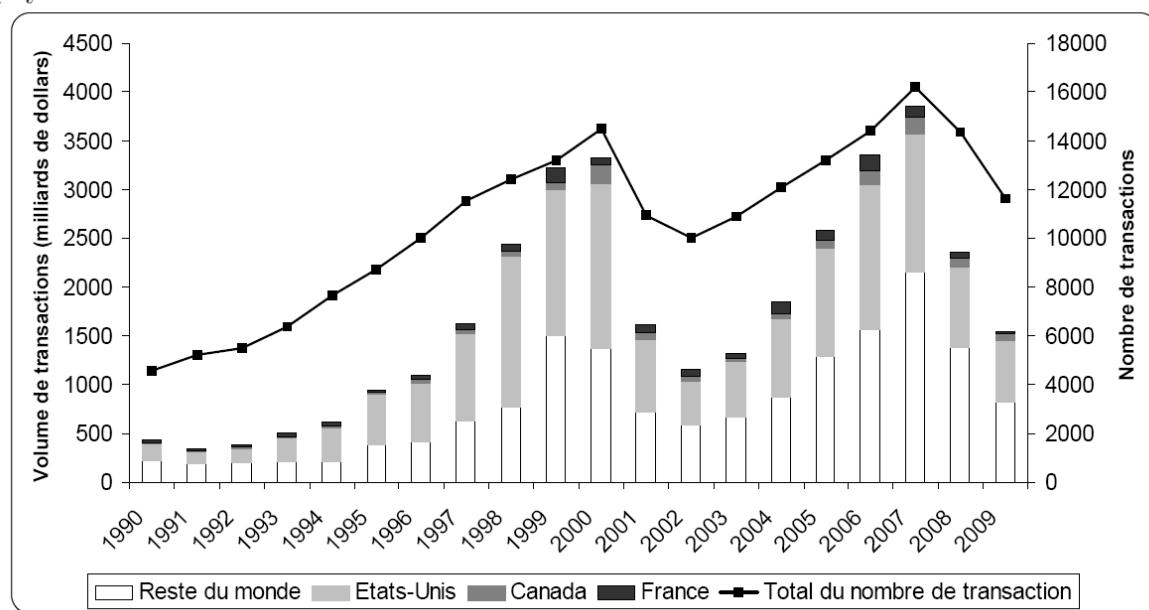
¹ À partir de SDC Platinum, nous retenons un échantillon d'opérations de FA achevées, dont la valeur de transaction est présente dans la base de données et la date d'annonce est comprise entre le 1er janvier 1990 et le 31 décembre 2009.

cette thèse². Le Canada et la France représentent des marchés significatifs. Pour autant, l'activité américaine est prédominante dans la dynamique mondiale des FA, avec, en moyenne, près de 50% du marché mondial sur la période 1990 - 2009. Ce fait est confirmé par le tableau 1 où nous décrivons le marché global des opérations de FA selon les caractéristiques liées à la transaction et à la cible. Cette description nous permet d'avoir une vision d'ensemble de notre objet d'étude. À ce titre, le marché global des opérations de FA se constitue de 213 364 transactions. Par ailleurs, nous observons que les Amériques, et l'Union Européenne à un degré moindre, tirent le marché mondial vers le haut. Cependant, les opérations de FA provenant de pays émergents s'accroissent de plus en plus. Concernant les autres caractéristiques de la transaction, nous remarquons que dans leur majorité, les opérations sont considérées comme amicales (187 757 opérations) et sans concurrence (211 943 opérations). Approximativement, un cinquième des offres a pour objectif de réaliser une fusion. Les entreprises privilégient davantage une recherche de synergies géographiques (162 124 opérations de proximité géographiques contre 51 240 opérations de diversification géographique) à une complémentarité industrielle (64 506 opérations de proximité industrielle contre 148 858 opérations de diversification industrielle)³.

² Nous assimilons le pays d'une opération en fonction de la nationalité de l'acquéreur.

³ Une transaction est diversifiée géographiquement si le pays de l'acquéreur et celui de la cible sont différents. Une transaction est dite diversifiée sectoriellement si le code Standard Industrial Classification (SIC) (4-digit) de l'acquéreur et celui de la cible sont différents.

FIG. 1 – Fréquence et valeur de transaction du marché des fusions-acquisitions par pays étudié



TAB. 1 – Statistiques descriptives du marché des fusions-acquisitions

Déterminants	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	(1990-1999)
Région											
Afrique & Moyen Orient	27	78	55	106	136	158	220	320	387	353	1840
Amériques	2201	2456	2939	3538	4290	4785	5707	6394	6644	5755	44709
Asie Centrale & Pacifique	270	459	412	678	875	1021	1190	1306	1345	1697	9253
Japon	254	171	85	49	53	84	141	136	159	536	1668
Union Européenne	1831	2051	1990	1990	2299	2661	2763	3380	3898	4855	27718
Canada	218	324	296	376	382	456	555	643	629	633	4512
France	141	284	238	218	172	215	200	245	258	368	2339
États-Unis	1947	2039	2536	3034	3769	4167	4920	5487	5642	4828	38369
Reste du monde	2277	2568	2411	2733	3330	3871	4346	5161	5904	7367	39968
Transaction											
Amicale	3642	4369	4604	5316	6259	7239	8311	10398	11298	11871	73307
Hostile	22	17	19	18	24	49	48	27	27	42	293
Neutre	919	829	858	1027	1370	1421	1662	1111	1108	1283	11588
Fusion	529	715	908	1253	1478	1849	2059	2356	2419	2739	16305
Autres Formes	4054	4500	4573	5108	6175	6860	7962	9180	10014	10457	68883
Avec Compétition	59	87	87	105	64	115	74	82	71	73	817
Sans Compétition	4524	5128	5394	6256	7589	8594	9947	11454	12362	13123	84371
Proximité Géographique	3330	3998	4347	5130	6124	6867	7912	8995	9529	9853	66085
Diversité Géographique	1253	1217	1134	1231	1529	1842	2109	2541	2904	3343	19103
Proximité Industrielle	1343	1601	1725	1987	2398	2710	3137	3596	3809	4054	26360
Diversité Industrielle	3240	3614	3756	4374	5255	5999	6884	7940	8624	9142	58828
Cible											
Publique	165	226	209	321	401	400	492	463	449	672	3798
Priv.	1167	1535	1691	2015	2588	2937	3495	4607	4976	5097	30108
Autres Statut de la Cible	3251	3454	3581	4025	4664	5372	6034	6466	7008	7427	51282
Total (1990-1999)	4583	5215	5481	6361	7653	8709	10021	11536	12433	13196	85188

Le tableau continue sur la page suivante

Suite du tableau de la page précédente

Déterminants	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	(2000-2009)	(1990-2009)
Région												
Afrique & Moyen Orient	345	207	120	174	170	202	270	346	382	261	2477	4317
Amériques	5902	4224	3880	3854	4233	4532	4909	5257	4290	3744	44825	89534
Asie Centrale & Pacifique	1965	1810	2127	2827	3475	3456	3694	4336	4372	3585	31647	40900
Japon	870	802	730	849	1019	1233	1306	1756	1628	1469	11662	13330
Union Européenne	5422	3905	3136	3168	3180	3756	4217	4508	3685	2588	37565	65283
Canada	879	713	662	543	702	748	903	1068	963	992	8173	12685
France	440	329	249	228	262	264	357	403	322	264	3118	5457
États-Unis	4655	3210	2979	3112	3294	3580	3725	3732	2878	2384	33549	71918
Reste du monde	8530	6696	6103	6989	7819	8587	9411	11000	10194	8007	83336	123304
Transaction												
Amicale	12806	9744	8811	9479	10491	11627	12681	14234	12337	10240	112450	185757
Hostile	19	11	17	10	8	18	14	7	5	4	113	406
Neutre	1679	1193	1165	1383	1578	1534	1701	1962	2015	1403	15613	27201
Fusion	3086	2290	1847	2165	2459	2859	3259	3582	3089	2398	27034	43339
Autres Formes	11418	8658	8146	8707	9618	10320	11137	12621	11268	9249	101142	170025
Avec Compétition	84	44	39	61	45	68	78	82	49	54	604	1421
Sans Compétition	14420	10904	9954	10811	12032	13111	14318	16121	14308	11593	127572	211943
Proximité Géographique	10425	8070	7682	8523	9256	9930	10573	11711	10745	9124	96039	162124
Diversité Géographique	4079	2878	2311	2349	2821	3249	3823	4492	3612	2523	32137	51240
Proximité Industrielle	4020	3267	2972	3266	3608	3932	4269	4840	4668	3304	38146	64506
Diversité Industrielle	10484	7681	7021	7606	8469	9247	10127	11363	9689	8343	90030	148858
Cible												
Public	762	676	782	1153	1194	1310	1403	1807	2135	2153	13375	17173
Priv.	6209	4143	3520	3647	4598	5353	6215	6780	5460	3546	49471	79579
Autres Statut de la Cible	7533	6129	5691	6072	6285	6516	6778	7616	6762	5948	63330	116612
Total (2000-2009)	14504	10948	9993	10872	12077	13179	14396	16203	14357	11647	128176	213364
Total	19087	16163	15474	17233	19730	21888	24417	27739	26790	24843	213364	213364

D'une information privée à une information publique Un investisseur présent sur les marchés financiers est confronté quotidiennement à un immense flux d'information. Deux types d'information se côtoient : l'information privée et l'information publique (French et Roll, 1986).

Un investisseur peut réaliser une évaluation plus précise d'un actif à condition qu'il possède une information d'une meilleure qualité que le marché. Autrement dit, ces agents informés disposent d'une information qui n'est pas encore révélée publiquement. Ces investisseurs peuvent être des initiés, présents au sein de l'entreprise, soit directement (par exemple, le Président Directeur Général) ou indirectement (comme un administrateur externe). L'information privée peut également être achetée. À titre d'exemple, l'information privée peut être issue de prévisions d'analystes financiers ou de recommandations d'analystes. Autre possibilité, l'information peut être connue de tout le marché mais les agents, ayant les moyens de la traiter, possèdent également un avantage informationnel. En effet, cette asymétrie d'information peut provenir de la différence de capacité de dégager un contenu pertinent d'une information brute, de l'interpréter ou d'appréhender l'ampleur de son impact.

Grâce à leur information privée, les agents informés peuvent aussi faire le choix de vendre leur information à d'autres agents désirant réaliser un profit. De même, les agents informés peuvent également faire le choix d'intervenir sur le marché pour leur propre compte. Cependant, ils risquent de révéler une partie de leur information aux agents non informés qui peuvent ainsi modifier leur stratégie et leur comportement. Les agents non informés correspondent aux investisseurs qui interviennent sur le marché pour des motifs de liquidité tels que des opportunités d'investissement (dans le cas d'un excédent financier) ou des besoins de liquidité (dans le cas d'un déficit financier).

Lorsqu'une information est révélée publiquement à l'ensemble du marché, toute l'information privée devient publique. Diverses sources peuvent être à l'origine de ces informations. Nous distinguons les informations macro-économiques et micro-économiques. Les informations publiques macro-économiques émanent des institutions gouvernementales (comme par exemple, un accord d'une licence de téléphonie) ou semi-gouvernementales (citons pour illustration les annonces de taux directeurs par la banque centrale). Les informations publiques micro-économiques transmettent soit directement des informations au marché (à titre d'exemple, les annonces de résultats, de dividendes, de divisions d'actions, d'augmentations de capital, ...), soit indirectement si

les informations relatives aux entreprises sont relayées dans la presse financière.

La littérature sur la réaction du marché à court terme autour d'annonces publiques est volumineuse. En effet, le spectre des annonces étudiées est très large : l'échange de blocs de titres (Kraus et Stoll, 1972; Dann et al., 1977), l'annonce de résultats et/ou de dividendes (Patell et Wolfson, 1984; Jennings et Starks, 1985; Woodruff et Senchack, 1988; Ball et Kothari, 1991; Francis et al., 1992; Krinsky et Lee, 1996; Green et Watts, 1996), les divisions de titres (Fama et al., 1969), les FA (Jensen et Ruback, 1983), les données macro-économiques (Jain, 1988; Ederington et Lee, 1995a,b; Fleming et Remolona, 1999), les augmentations de capital (Barclay et Litzenberger, 1988), les recommandations d'analystes (Beneish, 1991), les accidents aériens (Barrett et al., 1987) ou encore les événements ne pouvant être anticipés tels que les explosions d'usines (Brooks et al., 2003) ou de navettes spatiales (Maloney et Mulherin, 2003).

Efficiencia informaciana Les investisseurs utilisent l'information pour former leur anticipation sur la valeur des actifs de l'entreprise. À l'instar d'autres types de marché tels que le marché de biens et services ou celui du travail, les marchés financiers fonctionnent notamment grâce à la rencontre entre une offre et une demande. Le prix de marché représente une estimation de la valeur de l'entreprise. Les transactions s'effectuent entre investisseurs dont l'évaluation de la valeur d'un actif est différente. Dès lors, l'information influence le comportement des investisseurs sur les marchés et peut ainsi affecter les prix des actifs financiers. À titre d'exemple, lorsqu'une entreprise pharmaceutique découvre un nouveau médicament, le prix de son action augmentera en raison des flux de trésorerie espérés supplémentaires. Dès lors, tout investisseur détenant cette information avant sa diffusion publique accède à un avantage informationnel pour acheter des titres de la société concernée. Ainsi, ce travail nous renvoie à la notion d'efficiencia informaciana.

La notion d'efficiencia est vaste et complexe. L'hypothèse d'efficiencia des marchés se fonde sur l'idée que le comportement des investisseurs est notamment fonction du stock et de la qualité de l'information dont ils disposent. Dans la version semi-forte de la théorie de l'efficiencia informaciana, l'ensemble des informations disponibles et pertinentes sont reflétées dans le prix. Les investisseurs ne peuvent donc pas espérer réaliser durablement des performances supérieures à celles du marché. À titre d'exemple, nous pouvons citer l'étude de Maloney et Mulherin (2003) qui s'intéresse à

l'explosion de la navette spatiale Challenger, qui a eu lieu le 28 janvier 1986 à 11h39. Suite à ce drame, Ronald Reagan, Président des États-Unis, a nommé une commission composée d'un panel d'experts. Après plusieurs mois d'enquête, la commission conclut que l'accident a été provoqué par la rupture de l'un des joints toriques posés sur l'un des deux propulseurs à poudre accolés au réservoir principal d'hydrogène. L'explication réside dans les températures particulièrement froides au cours de la nuit précédant le tir. Ces joints, développés par la compagnie américaine *Morton Thiokol*, n'avaient pas été testés dans des conditions de grand froid. Outre ces aspects techniques, Maloney et Mulherin (2003) étudient la vitesse et la précision de la découverte du prix en analysant la réaction des marchés d'actions à l'explosion de Challenger. Plus précisément, Maloney et Mulherin examinent les transactions de quatre entreprises qui produisent les composantes de la navette et qui sont susceptibles d'être impliquées dans l'explosion (*Morton Thiokol*, *Lockheed*, *Martin Marietta* et *Rockwell International*). Les auteurs trouvent des rendements négatifs pour ces quatre titres. Pour autant, dans des volumes anormalement élevés, le titre *Morton Thiokol* perd 11,86% le jour du crash alors qu'en moyenne, sur les trois derniers mois, il avait enregistré une performance de 0,21%. Finalement, si quatre mois ont été nécessaires à la commission d'experts pour désigner l'entreprise responsable, une seule journée a suffi aux marchés financiers pour incorporer l'information dans les prix.

Annonces des FA Les FA sont annoncées à une date et à une heure précises ce qui nous permet de déterminer ex-post le comportement des investisseurs sur une période d'événement définie. Par ailleurs, le processus de FA est public. Les rôles du régulateur et des médias assurent également que l'information soit à la disposition de l'ensemble des investisseurs. Cependant, contrairement à la plupart des annonces publiques d'entreprises, les opérations de FA ne sont pas systématiquement annoncées à une date prédéfinie. Par conséquent, il est plus difficile d'anticiper ce type de nouvelles que celles concernant les annonces de résultats ou de dividendes, par exemple. Ainsi, leur diffusion n'étant pas largement prévisible, les annonces de FA devraient permettre aux agents informés de tirer avantage de leur information supérieure. L'hétérogénéité informationnelle parmi les investisseurs permet ainsi d'introduire la notion d'asymétrie d'information au sein de l'étude des FA.

Globalement, les fréquentes annonces de FA ont un fort contenu informationnel qui peut être véhiculé sur le marché par de nombreux canaux de transmission. Cette observation nous laisse suggérer que l'annonce de FA peut avoir des implications significatives sur les marchés financiers. Il n'est donc pas surprenant de constater que les FA sont un des domaines de recherche les plus étudiés en Finance. En tant que telles, les FA offrent un cadre d'analyse particulièrement pertinent pour aborder nombre de problématiques. Présentes dans tous les chapitres de cette thèse, les FA en sont le principal objet.

Détails des chapitres Dans le premier chapitre, nous présentons un cadre général des opérations de FA. Nous abordons les motivations des FA qui permettront de comprendre les différentes théories autour de la création de valeur pour les actionnaires des acquéreurs et des cibles. Enfin, nous complétons cette analyse par un état de la littérature empirique sur les rendements anormaux autour des annonces de FA ainsi que sur leurs déterminants.

Dans le deuxième chapitre, nous analysons les réactions intra-quotidiennes des investisseurs autour des annonces de FA. À partir de la méthodologie des études d'événement et en utilisant des données haute-fréquence, cette étude porte son attention conjointement aux rendements, à l'activité de marché et à la liquidité, aussi bien pour les titres des cibles que pour ceux des acquéreurs.

Dans le troisième chapitre, nous analysons la performance à court terme des acquéreurs et des cibles autour des annonces de FA. Analysant le marché canadien, nous déterminons les facteurs affectant ces réactions, notamment la taille des acteurs, le mode de paiement de la transaction et le statut de la cible. Par ailleurs, la révélation publique d'une opération de FA est un puissant signal pour l'ensemble du secteur des entreprises concernées par la transaction. Ainsi, nous étendons le champ d'investigation à des portefeuilles d'entreprises rivales, aussi bien des acquéreurs canadiens, que de leur cible canadienne ou états-unienne.

Dans le quatrième chapitre, nous examinons le degré d'écoute des dirigeants aux signaux envoyés par les marchés financiers, ainsi que ses déterminants. Nous considérons la réaction des marchés autour des annonces de FA comme une information à part entière pour les dirigeants d'entreprise. Nous mettons en évidence l'influence des différentes sources où les dirigeants puisent leur pouvoir. À partir d'un échantillon de

transactions françaises, nous soulignons l'impact des réseaux dans le degré d'écoute des dirigeants.

Contributions Ce travail contribue principalement à la littérature des FA. Quatre chapitres de thèse, présentés sous forme d'essais, s'articulent autour de ces problématiques, dont les deux derniers sont rédigés en anglais. Pour autant, la richesse de ce domaine de recherche nous offre l'opportunité d'ajouter des éléments de réponse aux problématiques de microstructure des marchés, de l'économie industrielle et de la gouvernance d'entreprise. De plus, ce travail nous amène à examiner différents marchés de FA. Le contexte nord-américain est abordé avec des études sur les États-Unis (chapitre 2) et sur le Canada (chapitre 3) et nous évoquons le cadre européen avec une investigation en France (chapitre 4). Ces différentes approches vont au-delà de simples répliques d'études existantes à d'autres échantillons. Elles permettent de considérer un ensemble de caractéristiques propres à chaque contexte. De même, cette thèse a l'ambition d'être globale dans le sens où elle étudie l'impact d'une annonce de FA conjointement sur les titres des entreprises concernées directement par la transaction, soit ceux de l'acquéreur et de la cible, mais également sur les concurrents de l'acquéreur et cible, et sur les dirigeants de l'entreprise à l'initiative de l'offre.

Enfin, nous reprenons les principales conclusions de nos différents travaux de thèse, leurs implications, ainsi que leurs limites et extensions.

CHAPITRE 1 Création de valeur des fusions-acquisitions dans la littérature

Dans ce chapitre, nous retraçons un cadre général de la création de valeur autour des annonces de FA. Les FA sont généralement perçues comme une décision majeure pour les entreprises. Nous proposons un regard sur les motivations des FA, tant exogènes qu'endogènes (section 1.1). Pour autant, l'impact espéré sur la valeur de marché des entreprises concernées par l'opération reste incertain. Les FA ont donc fait l'objet d'un large courant de recherches empiriques (section 1.2). Un consensus se dégage autour de rendements anormaux nuls, voire négatifs, pour les actionnaires de l'acquéreur à l'annonce de FA. Dans le même temps, les actionnaires de la cible bénéficient d'une importante création de valeur. Cependant, plusieurs études récentes nous amènent à nuancer ce résultat. Elles nous conduisent à étudier les caractéristiques des acquéreurs, des cibles et de la transaction afin de mieux comprendre le processus de création de valeur des FA.

1.1 Fondements des opérations de fusion-acquisition

Dans cette section, nous présentons les principales motivations aux opérations de FA, qu'elles soient de nature exogène (section 1.1.1) ou endogène (section 1.1.2). Ces éléments nous seront essentiels afin de mieux appréhender les réactions des marchés à l'annonce de FA.

1.1.1 Causes exogènes

Les forces exogènes affectant les opérations de FA relèvent davantage de facteurs macroéconomiques tels que les évolutions technologiques, les évolutions législatives et réglementaires, et la conjoncture économique et financière.

Évolutions technologiques

Le progrès technique constitue l'une des principales sources de motivations de réorganisation (Williamson, 1968). En effet, les améliorations technologiques peuvent permettre de diminuer les coûts de transaction. De même, de nouveaux produits et services sont à la source du développement de marchés supplémentaires et de la disparition d'anciennes productions (Schumpeter, 1942). Dans le même temps, nous constatons que ces chocs se concentrent par industrie. À titre d'exemple, Kroszner et Strahan (1999) suggèrent que les innovations technologiques dans le secteur bancaire ont conduit à de nombreuses opérations de FA au début des années 70. Ce phénomène a aussi été constaté dans l'industrie des télécommunications durant les années 90 (Mitchell et Mulherin, 1996). Les FA se rassemblent dans le temps et par secteur. Par ailleurs, selon Gort (1969), ce sont les chocs technologiques qui génèrent les divergences d'évaluations entre les acheteurs et les vendeurs sur le marché des entreprises, créant ainsi un marché des FA. Parallèlement au rôle des innovations, la littérature a également mis en évidence l'importance des changements réglementaires dans l'évolution du marché des FA.

Évolutions législatives et réglementaires

L'impact de la régulation a fait l'objet de nombreuses études. L'ouverture du marché facilite notamment l'allocation de ressources. La dérégulation peut notamment permettre le retrait à grande échelle des entreprises les moins performantes au travers des faillites et des opérations de fusions. Plus spécifiquement, dans le secteur bancaire, la réglementation a également profondément évolué aux Etats-Unis durant les années 1990. Les banques ont été autorisées à exercer des activités dans plusieurs États, ce qui leur avait été interdit durant des décennies. Les barrières géographiques ont été levées grâce à la loi *Riegle Neal* de 1994. Les opérations de FA ont été une réponse apportée aux modifications structurelles du marché bancaire suite à la dérégulation afin de profiter pleinement des bénéfices de la diversification géographique. Par la suite, la déréglementation s'est poursuivie. En 1999, la loi *Gramm Leach Bliley* a permis aux banques d'exercer de multiples métiers financiers. Dès lors, la réglementation a continué à être un puissant déterminant de la concentration bancaire américaine. Au

final, Andrade et al. (2001) découvrent que les secteurs déréglementés représentent près de la moitié des volumes sur le marché des FA durant la décennie 90, notamment dans le secteur bancaire et celui des télécommunications.

Conjoncture économique et financière

L'évaluation des titres d'entreprises peut également avoir un impact sur les opérations de FA (Bradley et al., 1983; Shleifer et Vishny, 2003). En effet, la surévaluation de la valeur d'une entreprise peut amener cette dernière à acquérir une entreprise, surtout si celle-ci est sous-évaluée par le marché. Ainsi, cette opération se révèle moins onéreuse que dans un environnement financier stable.

1.1.2 Causes endogènes

Le marché des FA est également influencé par des causes endogènes d'ordre micro-économique : efficacité organisationnelle et opérationnelle, pouvoir de marché, pouvoir disciplinaire et coûts d'agence.

Efficacité organisationnelle et opérationnelle

Les opérations de FA peuvent améliorer la performance organisationnelle et opérationnelle de l'entreprise. Les FA peuvent être des opérations créatrices de valeur au travers des gains associés aux synergies. Ces dernières prennent plusieurs formes. Premièrement, les économies d'échelle se réalisent lorsque la production de l'acquéreur coïncide avec celle de la cible. Par conséquent, les coûts fixes s'amenuiseront relativement au fur et à mesure de l'augmentation de la taille de la production, baissant ainsi les coûts moyens de l'entreprise. Les économies d'échelle sont avant tout la justification des fusions horizontales. De même, des économies d'envergure facilitent l'émergence de synergies entre deux sociétés dès lors que certaines composantes de la structure de coûts ne se chevauchent plus, telles que la gestion administration ou les programmes de formation. Le rapprochement d'entreprises permet également d'offrir une gamme de produits et de services plus vastes. Prenons exemple de l'acquisition

d'*Arcelor* par *Mittal Steel*. L'opération a permis de déceler des complémentarités dans les actifs des deux groupes en Europe, où *Arcelor* était très présent dans les aciers de spécialité, tandis que *Mittal Steel* était plutôt présent dans les aciers de commodité. La complémentarité des ressources ajoute donc de la valeur. Prenons le cas de deux universités ayant chacune leur propre expertise et domaine de compétence. La valeur des universités réunies est conséquente car leurs ressources sont complémentaires et leur accès s'effectue à moindre coût. En ce sens, la concentration aurait un impact favorable sur la valeur de la nouvelle entité. Jarrell et al. (1988) ont étudié le transfert de richesse entre les différentes parties prenantes de l'opération. Ces auteurs n'observent pas de gain des actionnaires au détriment d'autres parties prenantes. Ils en concluent donc que cette création de richesse peut alors être imputée à l'amélioration de l'efficacité économique dont le réalignement stratégique fait partie. En effet, les entreprises sont soumises à des défis permanents, les amenant à s'adapter continuellement à un nouvel environnement économique. Elles sont donc amenées à aligner leur stratégie, voire leur cœur de métier, sur de nouveaux paramètres. Parmi les nombreux exemples, nous pouvons citer la *Compagnie Générale des Eaux*, spécialisée dans la distribution d'eau en France, qui en 1998 a basculé son activité vers les médias sous le nom de *Vivendi Universal*. Pour cela, *Vivendi Universal* a procédé à de nombreuses acquisitions, dont notamment *Canal+* en 2000. Sur ce point, Bradley et al. (1983, 1988) et Andrade et al. (2001) partagent les mêmes conclusions que Jarrell et al. (1988).

Deuxièmement, les synergies peuvent également être financières. En effet, la création de valeur de la nouvelle entité peut provenir de la complémentarité entre une entreprise à excédent de capitaux et une entreprise à déficit de capitaux. À partir d'un échantillon de 177 acquisitions entre 1980 et 1986, Smith et Kim (1994) trouvent des rendements anormaux supérieurs lorsque la transaction conduit à une synergie financière. De même, l'influence de la nouvelle entité peut faciliter son accès au marché des capitaux, tant en terme de volume que de coût.

Troisièmement, les synergies peuvent être liées soit à la proximité géographique des deux entités, soit à la complémentarité de deux zones d'activité. Par exemple, l'acquisition d'*Arcelor* par *Mittal Steel* s'explique par des complémentarités sectorielles mais aussi géographiques. En effet, *Arcelor* possède des entreprises en Europe de l'Ouest et au Japon, ainsi que dans de nombreux pays émergents (Brésil, Chine, Russie) tandis que *Mittal Steel* est notamment présent en Asie et en Amérique du Sud. Nous constatons

aussi une progression rapide en volume et en valeur des fusions transnationales, notamment entre pays occidentaux.

Pouvoir de marché

Les opérations de FA peuvent accroître le pouvoir de marché de la nouvelle entité. En effet, cette dernière a la possibilité d'augmenter le prix et/ou de réduire la production. Par ce biais, elle tente d'évincer la concurrence (Eckbo, 1983; Stillman, 1983), mais aussi d'intensifier la pression sur les clients et les fournisseurs. À titre d'exemple, la fusion entre *Hewlett-Packard* et *Compaq* a dégagé de substantielles économies. Fee et Thomas (2004) révèlent que la nouvelle entité a épargné entre 2.5 et 3 milliards de dollars U.S. qui proviendraient d'une pression accrue sur les fournisseurs. Ce pouvoir de marché va lui permettre au final d'augmenter ses anticipations de profits futurs. Cependant, Eckbo (1983) ne trouve pas d'indications évidentes sur d'éventuelles pratiques collusives et anti-compétitives.

Pouvoir disciplinaire

Une offre de FA peut être considérée comme un mécanisme permettant l'allocation des actifs de l'entreprise par la direction la plus compétente. La transaction pourrait donc créer de la valeur à condition que la nouvelle direction soit plus compétente que la précédente (Williamson, 1968). Manne (1965) introduit ainsi le concept du marché du contrôle dans la gestion de l'entreprise. Autrement dit, les opérations de FA insufflent de la discipline aux dirigeants. Manne argumente que les dirigeants sont en compétition pour diriger les ressources de l'entreprise. Dès lors, si la qualité de la gestion d'une entreprise est faible, les FA constituent la possibilité pour les actionnaires de remplacer la direction de l'entreprise et de la substituer à une autre, supposée plus compétente. Dans ce sens, l'opération serait donc un instrument de contrôle externe de la gestion de l'entreprise en décourageant toute initiative ne maximisant pas le profit de l'entreprise et de ses actionnaires.

Coûts d'agence

La théorie de l'agence porte son attention sur les interactions entre les différentes parties prenantes au sein de l'entreprise. La relation entre les actionnaires et les dirigeants a particulièrement été étudiée (Jensen et Meckling, 1976). Les objectifs de ces deux parties peuvent diverger, provoquant potentiellement des conflits d'intérêts au sein de l'entreprise. Ainsi, les dirigeants d'entreprise peuvent procéder à une acquisition dans le seul but de maximiser leur utilité. Les opérations de FA ne conduisent donc pas systématiquement à une maximisation de la valeur de l'entreprise. Les dirigeants chercheront par le biais des FA à accroître leur richesse, mais également leur pouvoir et leur prestige aussi bien au sein de l'entreprise qu'en dehors. À ce titre, Shleifer et Vishny (1989) parlent de l'enracinement des dirigeants dans l'entreprise. De même, les dirigeants peuvent vouloir diversifier leur position en entreprenant des opérations de FA, notamment dans d'autres secteurs (Amihud et Baruch, 1981). Par ailleurs, Roll (1986) argumente que les dirigeants des entreprises initiatrices des offres payent leur cible au-delà de leur valeur. Poussé par leur orgueil, les dirigeants exagèrent leur capacité à mieux diriger la cible que la direction en place. Enfin, une entreprise en phase de croissance mature génère de larges flux de trésorerie excédentaires. Jensen (1986) souligne que si une entreprise se retrouve en excès de liquidités disponibles, le dirigeant a la possibilité de les allouer à l'achat d'entreprises non stratégiques ou sans potentiel de croissance. Empiriquement, Morck et al. (1990) indiquent que les rendements des acquéreurs sont plus faibles quand l'entreprise enregistre de mauvaises performances avant l'acquisition.

1.2 Études empiriques

La création de valeur autour des annonces de FA a fait l'objet de très nombreuses investigations. Il est important de préciser que cette littérature se base principalement sur la méthodologie des études d'événement. Cette dernière détermine les rendements anormaux induits par l'opération en mesurant l'écart entre la performance observée et celle espérée mesurée par un modèle. La plupart des études empiriques mettent en évidence un transfert de richesse des actionnaires de l'acquéreur vers ceux de la cible (section 1.2.1). Cependant, sans remettre en cause ce résultat, de récentes recherches ont permis de dégager les déterminants économiques de ce mécanisme qui conduisent à nuancer ce précédent consensus (section 1.2.2).

1.2.1 Rendements anormaux

Lors d'une annonce de FA, les actionnaires des acquéreurs n'enregistrent pas de gain, voire subissent de légères pertes. Dans le même temps, l'annonce de la FA génère des rendements anormaux positifs pour les actionnaires de la cible.

Acquéreurs

À partir du tableau 1.1, nous observons que de nombreuses études empiriques concluent sur une absence de gain pour les actionnaires des acquéreurs. Utilisant des données mensuelles, Dodd et Ruback (1977) et Kummer et Hoffmeister (1978) aux États-Unis, et plus particulièrement Malatesta (1983) sur le New-York Stock Exchange (NYSE) et l'American Stock Exchange (AMEX), et Firth (1980) en Grande-Bretagne, analysent la réaction des marchés aux annonces de FA.

Entre 1958 et 1978, Dodd et Ruback (1977) observent un gain de 2.83% pour les acquéreurs. Par ailleurs, de 1962 à 1978, Kummer et Hoffmeister (1978) concluent sur des rendements de 0,52% le mois de l'annonce. De 1969 à 1974, Malatesta (1983) trouve un faible gain de 0,90%. De 1969 à 1975, Firth (1980) trouve des rendements de -6,30% sur un échantillon de 434 annonces.

Le recours à de nouvelles bases de données et de nouveaux outils technologiques

a permis d'estimer le comportement des investisseurs sur la base de données journalières. Les résultats restent cohérents avec les conclusions des précédentes études. Nous retrouvons une riche littérature sur le marché nord-américain avec notamment l'analyse du NYSE et/ou de l'AMEX. De 1963 à 1984, Bradley et al. (1988) observent un faible gain de 0,97% sur un échantillon de 236 annonces. En outre, utilisant un échantillon de 271 annonces, de 1971 à 1982, Kaplan et Weisbach (1992) mettent en évidence une destruction de valeur de 1,49%. De même, utilisant un échantillon de 384 annonces, sur une période allant de 1972 à 1987, Servaes (1991) trouve une destruction de richesse pour les actionnaires des acquéreurs de l'ordre de 1,07%. De 1990 à 1999, utilisant 281 annonces, Mulherin et Boone (2000) observent des rendements de -0,37%. Analysant un large échantillon de 3.688 annonces de FA de 1973 à 1998, Andrade et al. (2001) trouvent des rendements de -0,70%. Asquith et al. (1983) trouvent, sur la période 1963 - 1979, des rendements de 3,48%. Jarrell et Poulsen (1989b) soulignent à partir de 256 annonces, un gain de 1.29% pour les actionnaires des acquéreurs. Pour 399 annonces de FA, Franks et al. (1991) observent une perte de rendements 1,29%. L'étude de Bradley (1980) se base sur 161 annonces diffusées entre 1962 et 1970. Bradley trouve un gain d'environ 5%. Enfin, sur un échantillon incluant des titres du National Association of Securities Dealers Automated Quotations (NASDAQ), Dodd (1980) trouve, sur une période allant de 1970 à 1977, des rendements anormaux de 1.58%. À partir d'un échantillon d'acquéreurs français, Eckbo et Langohr (1989) constatent également une destruction de valeur. En Grande-Bretagne, de 1988 à 1996, à partir de 349 annonces sur le London Stock Exchange (LSE), Draper et Paudyal (1999) trouvent un gain de 0,60%. Les actionnaires d'acquéreurs américains ne font pas l'expérience de gains à court terme, ceux d'offres canadiens profitent généralement d'une création de richesse autour de la date d'annonce. Au Canada, à partir de 1361 acquéreurs cotés sur le Toronto Stock Exchange (TSE), Eckbo et Thorburn (2000) observent que leurs actionnaires gagnent 1,27% sur le mois de l'annonce. Yuce et Ng (2005) trouvent également des rendements anormaux significatifs et positifs, avec un gain de 2,01% sur une période de cinq jours autour de l'annonce. De même, Ben-Amar et André (2006) observent une création de valeur pour les actionnaires de la cible autour de la date d'annonce, avec un gain de 1,06%. Enfin, utilisant un échantillon de 989 acquéreurs, Dutta et Jog (2009) montrent des rendements anormaux cumulés positifs et significatifs autour de l'événement (1.6% sur une fenêtre de six jours).

TAB. 1.1 – Etudes sur la performance à court terme des acquéreurs

Auteurs	Période d'étude	Période de contrôle	Période d'événement	Fréquence	Marchés	Echantillon	Principaux résultats
Dodd et Ruback (1977)	1958 - 1978		0	Mensuelle	NYSE	124	2,83%
Kummer et Hoffmeister (1978)	1962 - 1978		0	Mensuelle	NYSE	17	0,52%
Bradley (1980)	1962 - 1970		[-20 ; +20]	Journalière	NYSE	88	5%
Dodd (1980)	1970 - 1977		[-20 ; +20]	Journalière	NYSE / AMEX / NASDAQ	60	1,58%
Firth (1980)	1969 - 1975	[-150 ; -41]	0	Mensuelle	Grande-Bretagne	434	-6,30%
Asquith <i>et al.</i> (1983)	1963 - 1979	[-48 ; -1]	[-20 ; 0]	Journalière	NYSE / AMEX	170	3,48%
Malatesta (1983)	1969 - 1974	[-68 ; -21]	0	Mensuelle	NYSE / AMEX	256	0,90%
Bradley <i>et al.</i> (1988)	1963 - 1984	[-60 ; -13]	[-5 ; +5]	Journalière	NYSE / AMEX	236	0,97%
Jarrell et Poulsen (1989b)	1963 - 1986	[-300 ; -60]	[-20 ; +10]	Journalière	NYSE / AMEX	462	1,29%
Franks <i>et al.</i> (1991)	1975 - 1984	[-240 ; -41]	[-5 ; +5]	Journalière	NYSE / AMEX	399	-1,02%
Servaes (1991)	1972 - 1987		[-1 ; Complété]	Journalière		384	-1,07%
Kaplan et Weisbach (1992)	1971 - 1982		[-5 ; +5]	Journalière		271	-1,49%
Han <i>et al.</i> (1998)	1974 - 1987	[-300 ; -101]	[-1 ; +0]	Journalière	NYSE / AMEX	252	-1,10%
Draper et Paudyal (1999)	1988 - 1996	[-520 ; -21]	[-20 ; +20]	Journalière	LSE	349	0,60%
Eckbo et Thorburn (2000)	1964 - 1983	[-60 ; -13]	0	Mensuelle	TSE	1261	1,27%
Mulherin et Boone (2000)	1990 - 1999	n.a	[-1 ; +1]	Journalière	Etats-Unis	281	-0,37%
Andrade <i>et al.</i> (2001)	1973 - 1998		[-1 ; +1]	Journalière		3.688	-0,70%
Aktas <i>et al.</i> (2004b)	1990 - 2000	[-230 ; -30]	[-5 ; +5]	Journalière		583	-0,15%
Moeller <i>et al.</i> (2004)	1981 - 2001	[-205 ; -6]	[-1 ; +1]	Journalière	Etats-Unis	12.023	1,10%
Ben-Amar et André (2006)	1998 - 2002	[-240 ; -40]	[-1 ; +1]	Journalière	Canada	327	1,06%
Betton <i>et al.</i> (2009)	1973 - 2002	[-291 ; Complété]	[-1 ; +1]	Journalière	Etats-Unis	5.297	-1,24%
Dutta et Jog (2009)	1993 - 2002	[-240 ; -41]	[-2 ; +2]	Journalière	TSE	989	1,6%

Cibles

D'après le tableau 1.2, les actionnaires des cibles bénéficient d'une création de richesse. Sur base de données mensuelles, le mois de l'annonce, les rendements sont de 20,58% pour Dodd et Ruback (1977), de 18,68% pour Kummer et Hoffmeister (1978), de 28,10% pour Firth (1980) et de 16,80% pour Malatesta (1983).

À partir de données journalières, Andrade et al. (2001) trouvent des rendements de 16% pour les cibles cotés sur le NYSE/AMEX/NASDAQ lors d'annonces de FA diffusées entre 1973 et 1998. Par ailleurs, sur le LSE, Draper et Paudyal (1999) trouvent des rendements de 16,80% à partir d'un échantillon de 581 annonces. En outre, à partir d'un échantillon de cibles françaises, Eckbo et Langohr (1989) constatent également une création de valeur. Au Canada, utilisant un échantillon de 332 cibles cotées sur le TSE, Eckbo et Thorburn (2000) trouvent que leurs rendements anormaux cumulés moyens sont de 3,59% sur le mois de l'annonce. Yuce et Ng (2005) analysent la réaction des marchés financiers aux annonces de 242 FA canadiennes de 1994 à 2000. Yuce et Ng trouvent une création de valeur pour les actionnaires de la cible, suggérée par les rendements anormaux cumulés de 7,69% sur une période de cinq jours autour de l'annonce. En tenant compte d'une perspective historique, Jarrell et al. (1988) affirment que les rendements anormaux des acquéreurs ont diminué au cours du temps.

Au travers d'une vision historique de la création de richesse, Jarrell et al. mesurent que la création de valeur dans les années 60 était de +4,4%, de +2% dans les années 70 et de -1% durant les années 80. Moeller et al. (2005) soulignent que la vague de FA des années 2000 a générée d'importantes pertes de valeur pour les actionnaires des acquéreurs.

La distribution des rendements anormaux cumulés des titres des acquéreurs, comme ceux des cibles, a suscité une série de travaux sur les déterminants économiques de la création de richesse des FA.

TAB. 1.2 – Etudes sur la performance à court terme des cibles

Auteurs	Période d'étude	Période de contrôle	Période d'événement	Fréquence	Marchés	Echantillon	Principaux résultats
Kummer et Hoffmeister (1978)	1962 - 1978		0	Mensuelle	NYSE	50	18,68%
Dodd et Ruback (1977)	1958 - 1978		0	Mensuelle	NYSE	133	20,58%
Firth (1980)	1969 - 1975	[-48 ; -1]	0	Mensuelle	Grande-Bretagne	434	28,10%
Bradley (1980)	1962 - 1970		[-20 ; +20]	Journalière	NYSE	161	36,00%
Dodd (1980)	1970 - 1977	[-150 ; -41]	[-20 ; +20]	Journalière	NYSE	71	24,71%
Keown et Pinkerton (1981)	1975 - 1978	[-125 ; +30]	[-60 ; +10]	Journalière	NYSE / AMEX / OTC	194	27,04%
Malatesta (1983)	1969 - 1974	[-60 ; -13]	0	Mensuelle	NYSE / AMEX	83	16,80%
Bradley <i>et al.</i> (1988)	1963 - 1984	[-300 ; -60]	[-5 ; +5]	Journalière	NYSE / AMEX	236	31,77%
Jarrell et Poulsen (1989a)	1963 - 1986		[-20 ; +10]	Journalière	NYSE / AMEX	526	28,99%
Jarrell et Poulsen (1989b)	1981-1985		[-20 ; +5]	Journalière	NYSE / AMEX	172	29,10%
Huang et Walking (1987)	1977 - 1982	[-300 ; -51]	[-50 ; +50]	Journalière	NYSE / AMEX	204	30,90%
Servaes (1991)	1972 - 1987			Journalière		704	23,64%
Pound et Zeckhauser (1990)	1983	[-170 ; -21]	[-20 ; -1]	Journalière	NYSE / AMEX	42	7,78%
Franks <i>et al.</i> (1991)	1975 - 1984	[-240 ; -41]	[-5 ; +5]	Journalière	NYSE / AMEX	399	28,04%
Conrad et Niden (1992)	1983	[01 janv 1983 - 11]	[-10 ; +5]	Journalière	NYSE	42	15,00%
Kaplan et Weisbach (1992)	1971 - 1982		[-5 ; +5]	Journalière		209	26,90%
Sanders et Zdanowicz (1992)	1978 - 1986	[-210 ; -61]	[-60 ; +60]	Journalière	NYSE / AMEX	30	40,03%
Barclay et Warner (1993)	1981 - 1984	[-440 ; -201]	[-30 ; -2]	Journalière	NYSE	108	16,30%
Schwert (1996)	1975 - 1991	[-379 ; -127]	[-42 ; -1]	Journalière	NYSE / AMEX	1174	14,30%
Draper et Paudyal (1999)	1988 - 1996	[-520 ; -21]	[-20 ; +20]	Journalière	LSE	581	16,80%
Eckbo et Thorburn (2000)	1964 - 1983	[-60 ; -13]	0	Mensuelle	TSE	332	3,59%
Mulherin et Boone (2000)	1990 - 1999	n.a	[-1 ; +1]	Journalière	Etats-Unis	281	20,20%
Andrade <i>et al.</i> (2001)	1973 - 1998		[-1 ; +1]	Journalière	NYSE / AMEX / NASDAQ	3.688	16,00%
Aktas <i>et al.</i> (2004b)	1990 - 2000	[-230 ; -30]	[-5 ; +5]	Journalière		487	10,15%
Betton <i>et al.</i> (2009)	1973 - 2002	[-291 ; Complété]	[-1 ; +1]	Journalière		9.418	13,43%

1.2.2 Principaux déterminants de la réaction des marchés financiers aux annonces de fusion-acquisition

Récemment, la littérature souligne de nombreux facteurs économiques affectant la création de valeur lors d'annonces de FA. Dans cette section, nous présentons les principaux déterminants de la réaction des marchés financiers aux annonces de FA autour des titres. Ces facteurs sont relatifs aux caractéristiques de l'acquéreur, de la cible et de la transaction : la taille de l'acquéreur, celle de la cible et de la transaction, le mode de paiement, le statut de la cible, la concurrence, l'attitude, la forme de la transaction, la gouvernance, la diversification sectorielle et la proximité géographique.

Taille de l'acquéreur, de la cible et de la transaction

La taille de l'acquéreur dans la performance des acquéreurs a été mise en évidence par la littérature comme facteur de performance (Schwert, 2000). Les études observent que les acquéreurs de grande taille enregistrent de faibles rendements anormaux cumulés, du fait d'un scepticisme porté sur la réussite de leurs opérations (Loderer et Martin, 1990). Utilisant un très large échantillon de plus de 12 000 opérations de FA annoncées entre 1980 et 2001, Moeller et al. (2004) examinent les rendements anormaux cumulés des acquéreurs et des transactions, en tenant compte de leur taille. Moeller et al. définissent la taille des acquéreurs à partir de leur capitalisation. Ils trouvent que la taille de l'acquéreur a un impact négatif sur ses rendements anormaux quel que soit le type de la cible. Les actionnaires des acquéreurs gagnent significativement, en moyenne, 1,10% sur une période d'événement de trois jours autour de l'annonce. Cependant, les larges entreprises n'enregistrent pas de rendements anormaux cumulés significatifs sur cette période alors que les acquéreurs de taille plus restreinte ont une création de valeur de 2,32%. De même, exprimés en dollars, les rendements anormaux cumulés sont de l'ordre de -25,2 millions de dollars. Les auteurs suggèrent donc que la destruction de valeur, mise en évidence par la littérature, se concentre sur les larges transactions. Par ailleurs, un ensemble d'études empiriques indiquent également que la taille relative de la cible par rapport à l'acquéreur est liée positivement à la performance à court terme de l'acquéreur (Asquith et al., 1983; Jarrell et Poulsen, 1989b; Servaes, 1991) et négativement à celle de la cible

(Jarrell et Poulsen, 1989b; Servaes, 1991). Une des explications avancées par Moeller et al. (2004) réside dans l'hubris des dirigeants (Roll, 1986). Ces derniers possèdent une confiance exagérée sur leur capacité à mieux diriger la cible que la précédente direction. Cela les amène à payer leur cible au-delà de leur valeur, détruisant ainsi de la valeur au détriment de leur groupe. De plus, Moeller et al. (2005) suggèrent que cette destruction de valeur est surtout à imputer à la vague de concentration de la fin des années 90 où le marché des FA se caractérise par de nombreuses mégafusions.

Mode de paiement

Le mode de paiement d'une opération de FA peut prendre diverses formes : un paiement au comptant, par actions ou un mélange des deux. Ce choix n'est pas neutre. Tout moyen de paiement sera privilégié dès lors qu'il est considéré comme moins onéreux par l'entreprise initiatrice de l'offre. Cependant, une asymétrie d'information peut exister entre l'acquéreur et la cible sur la valeur de l'offre. Le choix du mode de paiement peut potentiellement révéler une partie de cette information privée. Ainsi, si les titres de l'acquéreur sont surévalués par le marché alors l'acquéreur aura tendance à payer la transaction en action. Le choix du mode de paiement peut donc consister en l'envoi d'un signal (Myers et Majluf, 1984). Un mode de paiement en actions peut refléter la surévaluation des titres de l'acquéreur et ainsi conduire les marchés financiers à réagir négativement. En effet, ces derniers ne peuvent pas discriminer entre les bons et les mauvais acquéreurs. Au final, les dirigeants de l'entreprise, possédant une information privée sur la valeur intrinsèque de leur société, indépendante de l'acquisition, et qui n'est pas incorporée dans le cours du titre avant l'opération, vont payer l'opération par le mode de paiement le plus approprié pour valoriser leurs entreprises. La littérature empirique analyse l'impact du mode de paiement sur les rendements anormaux cumulés de l'acquéreur (Travlos, 1987) et ceux de la cible (Huang et Walkling, 1987). Utilisant un échantillon de 167 FAs, de 1972 à 1981, Travlos (1987) trouve que les rendements anormaux moyens des acquéreurs sont plus faibles lorsque l'opération est financée en actions (-1,6%) qu'au comptant (-0,13%). Ce résultat est cohérent avec les études qui suivront (Amihud et al., 1990; Brown et Ryngaert, 1991; Servaes, 1991; Andrade et al., 2001; Moeller et al., 2004). Ce résultat est également confirmé sur le marché canadien (Ben-Amar et André, 2006) et sur le marché français

(Eckbo et Langohr, 1989). De même, pour les cibles, Huang et Walkling (1987), à partir d'un échantillon de 204 cibles d'avril 1977 à septembre 1987, trouvent des rendements anormaux de 29,3% pour les cibles dont les opérations ont été financées au comptant contre seulement 14,4% pour celles payées par actions. Hansen (1987) considère également l'éventualité d'une asymétrie d'information mais étend son champ à la valeur de la cible. La direction de celle-ci peut également être mieux informée sur la valeur de son entreprise. Ainsi, Hansen suggère que les acquéreurs devraient financer leurs transactions en actions quand l'asymétrie d'information avec la cible est élevée afin de partager les risques de l'opération. Par ailleurs, la direction de la cible accepterait un paiement au comptant uniquement si elle sait que l'offre est surévaluée par rapport à la valeur de sa société. Utilisant un échantillon de cibles privées, Officer et al. (2009) confirment cette prédiction.

Statut de la cible

La littérature souligne que les transactions impliquant des cibles cotées génèrent de plus faibles rendements anormaux pour les actionnaires de l'acquéreur (Chang, 1998; Fuller et al., 2002; Moeller et al., 2004). La faible liquidité des cibles privées réduit leur prix d'acquisition et provoque des rendements anormaux positifs pour l'acquéreur (Fuller et al., 2002; Moeller et al., 2004). Par ailleurs, Chang (1998) suggère que cette création de richesse est liée au contrôle accru exercé par un bloc d'actionnaires de la cible. Au Canada, Ben-Amar et André (2006) trouvent un gain significatif de 2.10% pour les actionnaires des acquéreurs lorsque l'entreprise acquiert une cible privée. Cette observation n'est plus valable pour les transactions concernant des cibles publiques. En prenant en compte les caractéristiques de la structure de propriété, Faccio et al. (2006) confirment ce résultat.

Au-delà de l'importance du statut de la cible, Fuller et al. (2002) prennent en compte l'effet combiné de celui-ci avec le mode de paiement. Fuller et al. trouvent que la création de richesse liée au statut de la cible est d'autant plus large que la transaction est payée par actions. Les auteurs justifient ce résultat par l'accentuation de l'effet de liquidité par les impact fiscaux et de contrôle.

Concurrence

Une opération de FA peut être considérée comme un processus d'enchère où plusieurs acquéreurs potentiels peuvent entrer en concurrence pour l'obtention d'une cible. La concurrence entre acheteurs potentiels peut avoir un impact sur le processus d'acquisition. Ce phénomène est fréquent sur le marché des FA (Schwert, 2000; Bange et Mazzeo, 2004), comme lors de l'enchère des sociétés états-uniennes *HP* et *Dell* sur la société californienne *3PAR* en août 2010. La concurrence entre acquéreurs potentiels a donc fait l'objet de nombreuses études (Bradley et al., 1988; Servaes, 1991; Schwert, 1996). Bradley et al. (1988) montrent que le transfert de richesse entre les actionnaires des acquéreurs et des cibles est moins important lorsque le nombre d'offreurs diminue. Utilisant un échantillon de 236 transactions de 1963 à 1984, Bradley et al. observent des rendements anormaux cumulés de -1,45% pour les opérations avec compétition et de 0,65% pour celles sans concurrence sur une fenêtre de trois jours autour de l'annonce. Dans le même temps, les auteurs trouvent des rendements anormaux cumulés de 22,01% avec de multiples enchérisseurs et de 20,74% avec un seul offreur. Bradley et al. expliquent ce résultat par la réduction de l'attractivité de la cible. Ce résultat est également confirmé par Servaes (1991). Examinant 704 acquisitions sur la période de 1972 à 1987, Servaes montre que les rendements anormaux des cibles augmentent lorsque les offreurs sont multiples avec un gain de 30,53% (contre 20,83% pour les transactions avec un seul offreur), alors qu'ils sont plus faibles pour les acquéreurs avec une perte de -2,97% (contre -0,35% pour les transactions avec un seul offreur). Cependant, récemment, sur une fenêtre de trois jours autour d'opérations annoncées entre 1989 et 1999, Boone et Mulherin (2008) n'indiquent pas que les rendements anormaux de l'acquéreur sont liés au niveau de compétition de la transaction et réfutent donc l'hypothèse de malédiction du gagnant. Betton et al. (2009) vont également dans ce sens.

Attitude

La transaction peut être qualifiée d'hostile dès lors que la cible ne souhaite pas accepter l'offre de l'acquéreur. Une des FA hostiles les plus médiatisées fût celle de l'entreprise britannique *Vodafone* sur la société allemande *Mannesmann* durant l'année

2000. Cependant, nous notons une tendance à la réduction du nombre d'offres hostiles depuis la fin des années 1980. L'objectif d'une réaction hostile est d'éviter l'acquisition ou alors de négocier une meilleure proposition (Schwert, 2000). En réaction au comportement de la cible, le caractère hostile d'une opération induit des primes plus élevées. De même, des mesures défensives, mises en place par la cible, peuvent conduire à supporter des coûts importants pour l'acquéreur. Utilisant un échantillon de transactions de 1975 à 1996 et cinq définitions du caractère hostile de l'opération, Schwert (2000) trouve que les offres hostiles ont de faibles rendements anormaux. Servaes (1991) confirme ce résultat et montre que les actionnaires de l'acquéreur enregistrent des rendements anormaux cumulés négatifs lors de transactions amicales (-0,16%) alors que leur perte s'accroît lors des transactions hostiles (-4,71%). Dans le même temps, Servaes trouve que les rendements anormaux cumulés de la cible sont supérieurs lors des opérations hostiles (31,77%) que lors des transactions amicales (21,89%). Plus récemment, Moeller et al. (2004) ne trouvent pas d'évidence entre les rendements anormaux de l'opération et l'hostilité de l'opération. Ce manque de consensus est certainement à imputer au caractère complexe des processus de négociation et donc à la détection de l'hostilité d'une transaction (Schwert, 2000).

Forme de l'opération

Les acquéreurs choisissent parmi différentes méthodes de contrôle de la cible. Une fusion est une transaction dans laquelle l'acquéreur veut prendre le contrôle des titres de la cible. Elle doit être au moins approuvée par le conseil d'administration de la société cible. Ensuite, les actionnaires doivent approuver ou rejeter les offres recommandées par la direction. Cependant, les actionnaires ne peuvent pas approuver les propositions que la direction rejette. La proposition de l'acquisition implique une offre d'achat des actions de la cible à un prix substantiellement supérieur au prix de marché. Contrairement aux fusions, les offres publiques d'achat n'exigent pas d'approbation de la part des gestionnaires de la cible. Les acquéreurs s'adressent directement aux actionnaires de la cible. Ainsi, la décision d'accepter ou de rejeter l'offre reste à la discrétion de chaque actionnaire et le succès de la procédure réside dans la proportion d'actionnaires souscrivant à l'offre. Empiriquement, Moeller et al. (2004) trouvent que les acquéreurs gagnent davantage lors d'offres publiques. Moeller et al.

précisent que l'effet de la forme de l'opération se confond généralement avec d'autres effets évoqués précédemment. En effet, ils remarquent que les petites entreprises sont moins susceptibles de faire des offres publiques que les plus larges. Ils notent également que dans leur échantillon les offres publiques concernent des cibles publiques et financées au comptant.

Gouvernance

La gouvernance a également fait objet de récentes investigations afin de mieux comprendre le processus de création de richesse des FA. La mise en place d'une gouvernance cohérente et pertinente est susceptible de contrôler efficacement la direction en place. Masulis et al. (2007) étudient 3 333 transactions états-uniennes, annoncées de 1990 à 2003, afin d'analyser l'influence des mécanismes de gouvernance d'entreprise sur la performance des acquéreurs. Masulis et al. trouvent que les acquéreurs, ayant les indices GIM⁴ les plus élevés, ont des rendements anormaux négatifs alors que ceux qui possèdent de faibles indices ont des rendements anormaux positifs. Utilisant un échantillon d'opérations de FA, Bauguess et Stegemoller (2008) se focalisent sur l'impact de la gouvernance sur la performance à court terme de l'acquéreur. Ils montrent une différence significative de rendements anormaux des acquéreurs en fonction de leur gouvernance. Les auteurs utilisent quatre mesures de gouvernance : la taille du conseil d'administration, l'actionnariat interne, la part de propriété des détenteurs de blocs d'actions et l'indice GIM. Bauguess et Stegemoller observent que la création de valeur autour des annonces de FA augmente avec le score de l'indice GIM. Le plus faible tercile enregistre des rendements anormaux cumulés moyens de -0,44%, comparés aux 0,25% pour le tercile le plus élevé. Sur le marché canadien, Ben-Amar et André (2006) trouvent que les mécanismes de gouvernance ont une influence positive sur la création de valeur des acquéreurs et cela d'autant plus pour les entreprises familiales. Plus spécifiquement, l'hubris, développée par Roll (1986), stipule que les dirigeants ont tendance à surestimer leur capacité à gérer la cible et qu'ils sont donc incités à déboursier des montants excessifs pour leurs acquisitions.

⁴Gompers et al. (2003) construisent un indice pour évaluer la gouvernance d'entreprise de larges entreprises américaines durant les années 90 (l'indice GIM).

Diversification sectorielle

La diversification sectorielle fait partie intégrante de la stratégie de croissance externe. Désirant opérer des FA, les entreprises déterminent si leur croissance externe passe par une diversification sectorielle ou par une proximité industrielle. Les opérations diversifiées sont moins susceptibles de créer de la valeur dans la mesure où les dirigeants n'ont pas d'expertise dans l'industrie de la cible. Par ailleurs, les dirigeants peuvent désirer diversifier leur entreprise car ils courent un risque lié à leur position (licenciement, perte de réputation, ...) (Amihud et Baruch, 1981). Par ailleurs, une moindre performance de l'entreprise menace la position du dirigeant. Ce dernier est donc incité à diversifier les activités de son entreprise afin d'établir de nouvelles compétences (Shleifer et Vishny, 1989). Au final, les dirigeants auront tendance à payer un prix trop élevé pour les cibles appartenant à une autre industrie. En effet, entre 1975 et 1987, sur le marché américain, Morck et al. (1990) trouvent que les opérations diversifiées diminuent la richesse des actionnaires de l'acquéreur. Ce résultat est confirmé par Moeller et al. (2004). Plus généralement, Lang et Stulz (1994) s'interrogent sur la relation entre la performance et le degré de diversification. Lang et Stulz indiquent que les entreprises qui choisissent de se diversifier souffrent d'une sous-performance. Pour autant, nous notons que, sur le marché canadien, Ben-Amar et André (2006) ne trouvent pas d'évidence entre les rendements anormaux des acquéreurs et la proximité sectorielle.

Proximité géographique

Les opérations de FA transnationales représentent une stratégie alternative dans un processus de croissance externe. Pour autant, du fait de l'aspect international de la transaction, une diversification géographique se confronte à de nombreux défis d'intégration (économiques, légaux ou encore culturels). Les coûts qui y sont liés réduisent les gains. En dépit de ces réelles difficultés, le marché des opérations de FA transnationales est en plein essor, tant en volume qu'en valeur. Durant les années 90, plusieurs méga-fusions ont été réalisées, telles que celles de *Daimler-Chrysler* et d'*Exxon-Mobil*. De plus, la littérature suggère une création de valeur lors d'une opération de FA transnationale, essentiellement si l'acquéreur n'est pas initialement présent sur le

marché de la cible (Doukas et Travlos, 1988). En effet, la nouvelle entité peut bénéficier d'un réseau plus large et exploiter les imperfections des marchés internationaux (Eun et al., 1996). Utilisant un échantillon de 383 opérations transnationales et 4 046 opérations domestiques, Moeller et Schlingeman (2005) montrent une meilleure performance des transactions transnationales. Ce résultat est également validé sur le marché canadien (Ben-Amar et André, 2006). De même, analysant un échantillon de cibles canadiennes, Eckbo et Thorburn (2000) trouvent que les acquéreurs canadiens performant mieux que les américains.

1.3 Conclusion du chapitre 1

Les nombreuses études menées sur la performance à court terme des opérations de FA montrent qu'en moyenne, les acquéreurs n'obtiennent pas de rendements anormaux positifs autour de l'annonce de FA. Dans le même temps, les cibles engrangent des rendements anormaux positifs autour de cet événement.

La littérature récente a dégagé plusieurs déterminants économiques autour de ces réactions. Les résultats permettent de nuancer le consensus autour du transfert de richesse des actionnaires de l'acquéreur vers ceux de la cible.

Au final, le marché des FA est complexe. Sa compréhension est donc rendue nécessaire afin de mieux analyser le comportement des investisseurs lors de leur annonce. L'intérêt sous-jacent réside également dans la validation de nos résultats.

CHAPITRE 2 Réactions intra-quotidiennes des investisseurs aux annonces de fusions-acquisitions

2.1 Introduction

Dans ce chapitre, nous étudions empiriquement le comportement intra-journalier des investisseurs sur les titres des acquéreurs et des cibles lors d'annonces de FA américaines.

Les opérations de FA constituent un puissant contenu informationnel. Leur annonce, et les modalités qui l'accompagnent, transmettent une information au marché sur la valeur de l'acquéreur et de la cible. La diffusion de la nouvelle signifie également le passage de l'information privée à l'information publique. Dès lors, l'annonce d'une FA devrait amener l'ensemble des investisseurs, qu'ils soient informés ou non informés, à intervenir sur les marchés financiers. Ainsi, le marché des FA procure un cadre d'analyse pertinent pour analyser les rendements, l'activité de marché et la liquidité autour des titres des acquéreurs et des cibles.

Une littérature abondante a été produite sur la performance à court terme des acquéreurs et des cibles lors des annonces de FA. La plupart des études convergent vers une création de richesse pour les actionnaires de la cible autour de l'annonce, alors que l'impact de l'information est nul, voire négatif, pour celle des acquéreurs (Jensen et Ruback, 1983; Andrade et al., 2001)⁵.

La littérature sur la microstructure des marchés assimile partiellement l'asymétrie d'information à l'existence de la fourchette de prix. En effet, un élargissement de la fourchette de prix est lié à un niveau d'asymétrie d'information élevé alors qu'une diminution de celui-ci permettra la réduction de la fourchette de prix. Autrement dit, la fourchette de prix peut varier en fonction de la quantité et de la qualité de l'information des agents privilégiés. Dès lors, si la proportion d'agents informés s'accroît, le spécialiste peut décider d'élargir sa fourchette de prix afin de compenser une exposition au risque plus élevée. Conscient du comportement du spécialiste face à leur présence, la stratégie optimale des agents informés est alors de minimiser l'impact de leurs décisions sur les prix tout en maximisant leur profit (Kyle, 1985; Easley et

⁵ Comme nous le notions dans l'introduction, la littérature récente met en évidence des sous-échantillons de transactions qui créent de la valeur pour les actionnaires des acquéreurs.

O'Hara, 1987, 1992). Ainsi, le comportement des agents informés est de modifier la taille de leurs ordres et leur fréquence afin de ne pas révéler d'information au marché tant que l'information n'a pas été totalement incorporée dans les prix. La littérature suggère que trois éléments composent la fourchette de prix : le coût du traitement des ordres (Demsetz, 1968; Tinic, 1972), le coût d'inventaire (Stoll, 1978; Ho et Stoll, 1981) et le coût de sélection adverse (Copeland et Galai, 1983; Glosten et Milgrom, 1985). Le coût du traitement des ordres représente la charge liée à l'exécution des ordres. Le coût d'inventaire constitue la charge liée à une détention d'un portefeuille diversifié de manière non optimale par le spécialiste. Enfin, le coût de sélection adverse, développé par Bagehot (1971), représente le coût pour le spécialiste lié aux transactions avec les agents ayant une information supérieure.

Hormis sur les rendements, les précédentes études empiriques n'apportent que peu de consensus sur la réaction des marchés d'actions aux annonces de FA en terme d'activité de marché et de liquidité. En effet, nous remarquons une dispersion des résultats au niveau de l'influence de l'annonce en elle-même, de son sens de variation, de son ampleur ou encore du moment où il intervient.

Ce chapitre apporte plusieurs contributions à la littérature. Premièrement, les principales précédentes études ne dégagent pas de consensus autour des effets sur l'activité de marché et sur la liquidité. À ce titre, aucune étude n'offre d'analyse conjointe des rendements, de l'activité de marché et de la liquidité lors des annonces de FA, aussi bien pour les titres des entreprises initiatrices de l'offre que pour ceux des sociétés ciblées. Deuxièmement, l'originalité de cette étude réside dans l'utilisation de données haute-fréquence. Les débuts de réponses apportés dans cette étude sont rendus possibles par la disponibilité des bases de données et par les avancées technologiques qui permettent leur traitement. En réduisant la fenêtre d'événement au jour de l'annonce, nous tentons de mieux appréhender le processus d'incorporation de l'information. Nous détectons tout changement éventuel de réaction du marché durant les périodes de pré et post annonce. Troisièmement, en identifiant clairement le moment de la diffusion de l'information, nous distinguons les opérations annoncées pendant que le marché est ouvert de celles annoncées alors que le marché est fermé.

Utilisant des données intra-journalières, nous analysons l'impact d'annonces d'opérations de FA pour 242 acquéreurs et pour 46 cibles, cotés sur le NYSE ou l'AMEX, diffusées durant la journée de cotation entre janvier 1995 et mars 2000. À cette fin, nous

basons cette investigation sur la méthodologie des études d'événement. Pour cela, nous construisons manuellement un échantillon d'annonces de FA avec un horodatage précis. Nos résultats empiriques confirment les études précédentes sur les effets des annonces de FA sur les rendements. En effet, à l'instar de la littérature, nous trouvons une hausse significative des rendements des cibles alors que ceux des acquéreurs ne sont pas statistiquement différents de zéro sur la période d'événement. La création de richesse des actionnaires des cibles n'apparaît que le jour de l'annonce ; les rendements anormaux sur les titres des cibles se concentrent sur un intervalle de cinq minutes autour de l'annonce ce qui suggère que l'incorporation de l'information dans les prix est rapide. De plus, nous trouvons une activité de marché anormalement élevée avant l'annonce de la FA autant pour les cibles que pour les acquéreurs. Cette augmentation coïncide avec la réduction de la fourchette de prix sous son niveau normal et une augmentation de la profondeur aux meilleures limites au dessus de son niveau normal, aussi bien pour les cibles que pour les acquéreurs. Les annonces de FA révèlent publiquement une partie de l'information privée aux investisseurs. Le déclin du niveau d'asymétrie d'information et l'accroissement de l'activité de marché ont sans doute permis l'amélioration de la liquidité.

Ce chapitre s'organise comme suit. Tout d'abord, nous évoquons la littérature sur la vitesse de convergence vers l'efficience des marchés lors d'annonces de FA dans la section 2.2. Puis, nous décrivons l'évolution intra-journalière des rendements, de l'activité de marché et de la liquidité, lors des annonces de FA dans la section 2.3. Ensuite, nous abordons l'approche méthodologique dans la section 2.4 et présentons l'échantillon dans la section 2.5. Enfin, nous discutons des résultats dans la section 2.6.

2.2 Vitesse de convergence vers l'efficience autour des annonces de fusion-acquisition

Le rôle des arbitragistes spécialisés dans les opérations de FA est d'investir dans les entreprises impliquées dans une opération de FA. Lors d'une acquisition, le gestionnaire de fonds achète des titres de la cible et vend ceux de l'acquéreur. Les fonds réalisent un profit s'ils anticipent correctement la réussite de l'opération et capturent la fourchette entre le prix de marché à l'annonce et le prix pour lequel le titre sera traité lors de la réalisation de l'opération. Pour un risque donné, Ackermann et al. (1999)

trouvent que les fonds spécialisés dans les opérations de FA enregistrent de meilleures performances en terme de couple rendement-risque que les autres types de fonds. Dès lors, nous nous interrogeons sur le processus d'incorporation de l'information lors des opérations de FA dès le moment de la diffusion de l'annonce.

Cette question est directement liée à l'efficacité des marchés qui s'avère être une question clef en finance. La théorie de l'efficacité des marchés financiers suggère que les marchés devraient incorporer rapidement toute l'information disponible et pertinente afin de déterminer le prix des titres. Fama (1970) distingue trois formes d'efficacité en fonction du type d'information qui est reflété dans les prix. La forme faible se réfère uniquement à l'information des prix passé. La forme semi-forte s'intéresse à l'information publique. La forme forte implique que toute l'information (privée et publique) est contenue dans les prix.

La gratuité de l'information, que ce soit au travers de son acquisition ou de son traitement, est implicite dans la formulation de l'hypothèse d'efficacité des marchés. Dès lors, une des critiques de cette hypothèse est relative au coût d'information. En effet, Grossman et Stiglitz (1980) montrent, au travers d'un paradoxe, que si toute l'information est contenue dans les prix, avoir une information privée ne peut pas permettre de faire du profit. Par conséquent, les agents informés ne voudront pas payer des coûts d'acquisition et de traitement de l'information. Si tous les investisseurs agissent de la même manière, les prix des titres n'intégreront plus toute l'information. L'efficacité forte des marchés ne peut donc pas se vérifier. Cela nous mène à incorporer la dimension temps dans notre étude. Les investisseurs actifs tentent de profiter de l'inefficacité transitoire des prix de certains titres. Nous nous interrogeons donc sur le temps nécessaire pour que les prix des titres s'ajustent et retournent vers l'équilibre.

Comme nous l'avons constaté dans la partie introductive de cette thèse, le spectre des annonces publiques, abordées dans la littérature, est large. La plupart des études mettent en évidence un ajustement rapide des prix autour de la révélation publique d'information.

Utilisant des données mensuelles, Fama et al. (1969) sont les premiers auteurs à examiner la vitesse avec laquelle les marchés s'ajustent à l'arrivée d'une nouvelle information. À partir d'un échantillon de 940 annonces de division d'actions effectuées sur le NYSE de janvier 1927 à décembre 1959, Fama et al. observent que l'information est totalement reflétée dans les prix des titres à la fin du mois de l'annonce et suggèrent

que les marchés sont efficaces dans le sens où les prix incorporent rapidement cette nouvelle information.

Parmi les premiers chercheurs à avoir étudié la vitesse d'ajustement lors d'annonces publiques en utilisant des données haute-fréquence, Dann et al. (1977) montrent que les prix s'ajustent totalement 15 minutes après une annonce d'échange de blocs d'actions.

Analysant les annonces de résultats de 96 entreprises d'août 1976 à octobre 1977, Patell et Wolfson (1984) observent que la majeure partie de l'ajustement des cours des titres commence avant la diffusion de l'information et continue de une à quatre heures après l'annonce. En outre, à partir d'un échantillon de 418 annonces, Jennings et Starks (1985) trouvent que les opportunités de profit sont fonction du contenu informationnel de l'annonce. En effet, les événements, ayant un fort contenu informationnel, sont associés à un processus d'ajustement des prix plus lent que ceux caractérisés par un faible contenu informationnel. La réaction des prix des titres lors d'annonces à fort contenu informationnel commence avant la diffusion de l'information et ne prend fin qu'après le processus d'incorporation de l'information des annonces à faible contenu informationnel. Par ailleurs, Francis et al. (1992) testent l'impact des 32 Vitesse de convergence vers l'efficience autour des annonces de FA résultats d'entreprise selon le moment dans la journée de transaction où ils sont annoncés. Pour les annonces de résultats diffusées en dehors des heures de cotation, les marchés ne réagissent pas significativement à l'ouverture. De même, Green et Watts (1996) comparent l'influence de la structure de marché ainsi que le moment de diffusion de l'annonce publique sur la vitesse d'ajustement des prix des titres. De 1990 à 1994, les auteurs étudient 1302 annonces de résultats sur NYSE et 1187 sur le NASDAQ. Sur le NASDAQ, la découverte du prix ne diffère pas selon la période de divulgation de l'information et s'effectue essentiellement durant la première transaction après l'annonce. Sur le NYSE, en dehors de la séance de cotation, les prix répondent automatiquement durant la période de pré-ouverture ; pour celles diffusées durant la période de cotation, la majeure partie de l'ajustement s'effectue sept transactions après l'annonce.

Sur les marchés de change et de taux, Ederington et Lee (1995a,b) examinent la vitesse d'incorporation des annonces macro-économiques. Les auteurs trouvent que l'ajustement des prix se déroule entièrement dans la première minute après l'annonce.

En outre, à partir d'un échantillon de 87 annonces d'août 1993 à août 1994, Fleming et Remolona (1999) étudient les effets des annonces macro-économiques sur le marché des Bons du Trésor américains. Ils observent que l'absorption de l'information se déroule en deux étapes. Dans un premier temps, les prix réagissent automatiquement avec une diminution des volumes de transactions et avec l'élargissement de la fourchette de prix. Dans un second temps, les volumes augmentent alors que la fourchette de prix reste large et la volatilité élevée. Sur le marché des titres, Jain (1988) trouve que la réponse de l'indice du S&P500 aux changements non anticipés de la masse monétaire et de l'indice des prix à la consommation est achevée dans l'heure de la parution de l'information. Cependant, les auteurs ne trouvent pas de réaction aux annonces relatives à la production industrielle, au taux de chômage et à l'indice des prix à la production.

Sur un échantillon de 139 annonces, Barclay et Litzenberger (1988) examinent la réponse intraquotidienne des marchés aux augmentations de capital annoncées entre janvier 1981 et décembre 1983. Ils trouvent que la réaction s'étale entre une heure avant la diffusion de l'information jusqu'à une demi-heure après cette annonce.

Analysant 404 recommandations parues dans le Wall Street Journal de 1978 à 1979, Beneish (1991) trouvent que les cours boursiers commencent à se mettre à réagir deux jours avant la diffusion du journal.

À partir d'un échantillon de 21 événements ne pouvant être anticipés, survenant en dehors des périodes de transactions, tels que l'explosion d'usine ou la mort du Président Directeur Général d'une entreprise, Brooks et al. (2003) trouvent qu'à l'ouverture du marché, la réaction des titres concernés, cotés sur le NYSE ou l'AMEX, est immédiate. Concernant les annonces publiées dans le marché, la réponse des investisseurs est plus longue. Autrement dit, lorsque le marché a le temps de digérer l'information, l'ajustement des prix est rapide. Mais lorsque la nouvelle arrive sur le marché durant la séance de cotation, les effets sur les prix, les volumes, les transactions à la vente ou encore la fourchette de prix sont plus longues à se dissiper. Leurs résultats montrent des délais de réaction plus lents que ceux de la littérature antérieure avec une réaction initiale des prix négative qui dure 20 minutes mais qui se renverse au bout de 2 heures. Par ailleurs, Barrett et al. (1987) étudient la réaction des prix à l'arrivée d'une nouvelle information qui ne peut être anticipée, telle qu'un accident aérien. Se basant sur 87 accidents aériens, survenus de janvier 1962 à décembre 1985, les auteurs

trouvent un impact négatif sur les prix des titres des entreprises concernées et que cet ajustement est rapide.

Globalement, le champ d'investigation de la littérature est large. Les marchés de change, de taux et de titre ont déjà fait l'objet d'études. Par ailleurs, au travers de cette littérature, nous retrouvons des annonces largement anticipées par les marchés, telles que les annonces macro-économiques, ou celles qui ne peuvent l'être, telles que les explosions d'usines ou les accidents aériens, qui intègrent la présence sur le marché d'agents mieux informés que la moyenne des investisseurs. Contrairement à l'ensemble des études citées précédemment, nous tenons compte de l'hétérogénéité informationnelle des investisseurs au travers de l'utilisation des annonces de FA.

2.3 Rendements, activité de marché, liquidité et impact des prix autour d'annonces de fusion-acquisition

L'objet de cette section est de décrire la littérature sur les comportements intra-journaliers des investisseurs autour des annonces de FA afin de construire nos hypothèses de travail. Ainsi, nous présentons successivement les rendements (section 2.3.1), l'activité de marché (section 2.3.2), les déséquilibres de transactions (section 2.3.3), la liquidité (section 2.3.4) et l'impact des prix (section 2.3.5) lors de la diffusion de cette information, aussi bien pour les acquéreurs que pour les cibles.

2.3.1 Rendements

La description de l'impact sur les rendements a fait l'objet d'un développement dans le chapitre 1. Ainsi, nous n'en reprenons que la conclusion. Que ce soit sur une base mensuelle, journalière ou intra-journalière, la plupart des études empiriques concluent à une création de richesse autour d'une annonce de FA pour les actionnaires de la cible et des gains proches de zéro pour ceux de l'acquéreur. De cette littérature, nous posons donc les hypothèses suivantes sur les rendements des acquéreurs et des cibles :

Hypothèse 1.a : Les rendements anormaux des titres des cibles sont positifs à l'annonce d'une FA.

Hypothèse 1.b : Les rendements anormaux des titres des acquéreurs sont négatifs à l'annonce d'une FA.

2.3.2 Activité de marché

La révélation d'une information pertinente stimule l'activité de marché (Kyle, 1985; Easley et O'Hara, 1987; Admati et Pfleiderer, 1988). Ainsi, l'information dévoilée lors d'une annonce de FA est susceptible d'accroître l'activité de marché autour des titres concernés par l'opération. Cependant, le volume des transactions assimile autant les comportements des agents informés que ceux des non informés (Easley et O'Hara, 1987). Dans les modèles d'asymétrie d'information, les investisseurs informés tentent de camoufler leurs transactions en les fractionnant (Barclay et Warner, 1993), en les répartissant au cours du temps (Kyle, 1985) ou en traitant lorsque les volumes de transactions sont élevés (Admati et Pfleiderer, 1988). La seule analyse du volume des transactions est donc insuffisante. Dès lors, nous la décomposons en étudiant le nombre de transactions et la taille de transactions.

Volume des transactions

Les volumes de transactions pourraient détecter la présence d'agents informés sur le marché autour de l'annonce de FA (Easley et O'Hara, 1987; Keown et al., 1992). Une augmentation des volumes de transactions avant l'annonce peut ainsi révéler le comportement d'investisseurs informés (Holthausen et Verrecchia, 1990). En outre, Kim et Verrecchia (1991) analysent comment les réactions des prix et les volumes lors d'annonces publiques sont liés aux croyances des investisseurs. Ainsi, Kim et Verrecchia, mais également Harris et Raviv (1993), montrent que les volumes reflètent une disparité d'opinions parmi les investisseurs sur les actifs qu'ils traitent. Partant de ce constat, les opérations de FA devraient conduire à une hausse des volumes sur la période de révélation de l'information, en raison de l'hétérogénéité informationnelle parmi les investisseurs.

Empiriquement, le premier auteur à avoir mis en évidence l'influence de l'arrivée d'une nouvelle information sur les volumes a été Beaver (1968) au travers de la méthodologie des études d'événements. La plupart des études portant sur l'impact d'une

annonce de FA sur les volumes de transactions conclue sur un accroissement du nombre de titres échangés. Pour autant, cette littérature n'offre pas de conclusions définitives concernant le moment où l'évolution des volumes est significativement affectée. En effet, d'un côté, une augmentation des volumes de transactions interviendrait avant l'annonce (Jarrell et Poulsen, 1989a; Conrad et Niden, 1992; Keown et al., 1992; Aktas et al., 2004a). D'un autre côté, l'augmentation des volumes de transactions n'apparaîtrait que lors de la révélation publique de l'information (Barclay et Warner, 1993; Draper et Paudyal, 1999), voire aucune réaction ne peut être détectée sur les volumes (Sanders et Zdanowicz, 1992).

Examinant 164 annonces de FA entre 1981 et 1984, Jarrell et Poulsen (1989a) observent que les volumes de transactions anormaux augmentent durant la période de pré-annonce sur les titres des 35 cibles. En outre, à partir d'un échantillon de cibles cotées sur le NYSE, Conrad et Niden (1992) détectent une augmentation des volumes de transactions 3 jours avant l'annonce pour les cibles. De même, utilisant un échantillon de 45 entreprises cotées sur le NYSE et de 34 entreprises cotées sur l'AMEX, Keown et al. (1992) détectent un volume de transactions anormal pour les cibles à partir du quinzième jour avant l'annonce de l'offre. Cet effet persiste jusqu'au trentième jour après l'annonce.

Dans le même temps, d'autres études montrent que la réaction sur les volumes aux annonces d'une opération de FA se concentre sur la fenêtre de diffusion de l'information. À partir de 108 cibles cotées sur le NYSE, Barclay et Warner (1993) étudient les volumes de transactions lors d'annonces de FA effectuées entre 1973 et 1976. Les annonces de FA provoquent une augmentation significative du volume de transactions. Sur une période allant de 200 à 100 jours avant l'annonce, définissant une période dépourvue d'événements, les volumes de transactions sont de 19 284 titres échangés. Barclay et Warner mesurent une augmentation sensible sur la période de pré-annonce, allant de 100 à 2 jours avant l'annonce, avec 31 940 titres échangés. L'accroissement est essentiellement conséquent le jour de l'annonce avec un volume de 260 200 titres. Par ailleurs, Draper et Paudyal (1999) examinent l'activité de marché anormale pour 581 cibles et 349 acquéreurs autour d'annonces de FA effectuées entre 1988 et 1996 sur le LSE. Draper et Paudyal constatent une augmentation significative des volumes des transactions à partir de l'annonce de la FA pour les cibles (+73,64%) et pour les acquéreurs (+32,99%). Cet effet s'accompagne d'une réduction des volumes de

transactions les jours suivants l'annonce. En outre, sur le NYSE, Kryzanowski et Lazrak (2007) observent que l'augmentation de l'activité de marché des acquéreurs comme des cibles se concentrent autour de l'annonce. Les titres des cibles voient leur nombre de titres échangés multiplié par trois entre une période de pré-annonce et celle de l'événement. Contrairement aux études précédemment citées, Sanders et Zdanowicz (1992) concluent à une absence de réaction significative des volumes avant l'annonce d'une FA pour les cibles.

L'ensemble des précédentes études se basent sur des données journalières et n'appréhende pas de manière suffisamment précise l'impact immédiat de la nouvelle. Utilisant des données intra-journalières, Smith et al. (1997) examinent le nombre de titres échangés et le nombre de transactions le jour de l'annonce de FA diffusées entre 1977 et 1989 pour 258 cibles cotées sur le TSE. Smith et al. trouvent que les volumes de transactions sont anormalement élevés le jour de la nouvelle, mais déclinent dès l'annonce et pendant les cinq heures de transactions après celle-ci. Cependant, Smith et al. observent un ajustement inachevé à la fin de la période d'étude. De même, à partir d'un échantillon de 153 annonces effectuées sur le NYSE en 1987 et 1988, Jennings (1994) étudie les volumes de transactions des cibles sur une période couvrant les dix transactions autour de l'annonce. Jennings ne peut conclure sur la présence d'agents informés avant l'annonce de FA et une fois l'information révélée, les volumes de transactions sont élevés jusqu'à la cinquième transaction après l'annonce.

Le volume de transactions incorpore conjointement le comportement des investisseurs informés et des non informés. Sa seule analyse ne permet de conclure sur l'existence d'agents informés. Des volumes de transactions, nous distinguons donc la fréquence des transactions et leur taille.

Nombre de transactions et taille de transactions

Pour maximiser leur utilité, les agents informés veulent profiter de leur avantage informationnel. Ils sont donc amenés à effectuer des transactions de grandes tailles. Ainsi, un accroissement de la taille des transactions peut suggérer un niveau d'asymétrie élevé.

Si l'objectif des agents informés est de tirer profit de leur avantage informationnel, ils ne doivent pas dévoiler leur information au travers de leurs

investissements. Utilisant un échantillon de 108 cibles cotées sur le NYSE, dont les rendements anormaux sont élevés avant l'annonce d'une acquisition, sur une période de 1981 à 1984, Barclay et Warner (1993) font l'hypothèse de transactions discrètes, (the stealth trading hypothesis). Cette hypothèse suggère que si les mouvements des prix des titres sont principalement à imputer à l'information révélée par les transactions des investisseurs informés, alors les changements de prix s'effectuent dans les transactions de tailles moyennes. Barclay et Warner observent que les agents informés passent principalement des transactions de taille moyenne (entre 500 et 9 900 titres) sur la période précédant l'événement (de 200 à 100 jours avant l'annonce). Même si les investisseurs effectuent toujours majoritairement des transactions de petites tailles, la proportion de transactions de moyennes tailles augmentent. Barclay et Warner trouvent que les transactions de moyennes tailles sont responsables de 92,8% des changements de prix. Par ailleurs, sur le NYSE, Conrad et Niden (1992) ne trouvent pas que l'accroissement des volumes de transactions est du à l'augmentation de la taille des transactions. De plus, Draper et Paudyal (1999) trouvent que l'impact d'une annonce de FA sur la taille des transactions des titres des cibles a un impact positif et significatif à partir du jour de l'annonce (+34,76%). Concernant les acquéreurs, il faut attendre quatre jours après l'annonce pour que les auteurs trouvent que la taille des transactions diminue significativement.

Le teneur de marché est plus susceptible de négocier avec des agents informés lorsque les tailles de transactions sont larges (Easley et O'Hara, 1987). Cependant, les investisseurs informés veulent tirer profit de leur avantage informationnel sans pour autant dévoiler leur intention. Dès lors, s'ils effectuent des transactions de taille relativement plus faible, ils opèrent fréquemment (Easley et O'Hara, 1992).

Empiriquement, Conrad et Niden (1992) trouvent que l'accroissement des volumes de transactions est également du à l'augmentation du nombre de transactions. Par ailleurs, le jour de l'annonce, Draper et Paudyal (1999) trouvent une augmentation significative de la fréquence des transactions autour des titres des cibles (+38,01%) et des acquéreurs (+28,99%). Pour ces derniers, cet effet s'accompagne d'une réduction du nombre de transactions les jours suivants l'annonce. Cependant, pour les cibles, la hausse de la fréquence des transactions débute la veille de l'annonce. Utilisant des données intrajournalières, Jones et al. (1994) trouvent que le nombre de transactions

reste anormalement élevé durant les cinq premières heures après l'annonce même si cette fréquence de transactions anormale diminue sur ces cinq heures.

En dépit d'une littérature abondante sur l'impact des annonces de FA sur l'activité de marché, il n'y pas de convergence des résultats. Cependant, nous pouvons établir que l'activité de marché s'accroît sur la période d'événement, suggérant l'influence d'agents informés. Nous élaborons les hypothèses suivantes :

Hypothèse 2.a. : Lors d'une annonce de FA, les volumes des transactions augmentent anormalement autour des titres des acquéreurs et des cibles.

Hypothèse 2.b. : Lors d'une annonce de FA, la fréquence des transactions augmentent anormalement autour des titres des acquéreurs et des cibles.

Hypothèse 2.c. : Lors d'une annonce de FA, la proportion de transactions de taille moyenne augmente autour des titres des acquéreurs et des cibles.

2.3.3 Déséquilibres de transactions

La mesure de déséquilibres de transactions estime la différence entre le volume d'activité des transactions initié par les acheteurs et celui initié par les vendeurs sur un même intervalle de temps. Dès lors, tout écart positif indique une pression à l'achat et une différence négative implique une pression à la vente. De janvier 1988 à décembre 1998, Chordia et Subrahmanyam (2004) analysent les déséquilibres de transactions sur un échantillon de titres du NYSE. Chordia et Subrahmanyam trouvent que les déséquilibres de transactions journaliers sont persistants au-delà de cinq jours. En outre, ces mesures sont amenées à prédire les rendements futurs (Chordia et al., 2005). Dans cette étude, nous utilisons cette mesure afin de savoir si l'annonce d'une opération de FA se caractérise par des positions à l'achat ou à la vente, révélant ainsi l'intérêt porté par les investisseurs pour un titre.

La littérature sur les effets à court terme des annonces publiques a peu analysé l'évolution des déséquilibres de transactions autour de la diffusion de l'information. Cependant, nous repérons certaines analyses faites autour d'événements tels que le

krach boursier de 1987 (Blume et al., 1989; Lauterbach et Ben-Zion, 1993) ou encore l'annonce de résultats (Lee, 1992). Blume et al. examinent la réaction du marché lors du krach d'octobre 1987. Sur le NYSE, ils établissent une relation entre les déséquilibres de transactions et les variations des prix que ce soit au cours du temps qu'en coupe transversale. Lauterbach et Ben-Zion étudient également l'impact du krach sur le Tel-Aviv Stock Exchange (TASE). Les auteurs trouvent que le jour de l'événement les entreprises de grande taille, avec des betas élevés et faiblement endettées, enregistrent des déséquilibres de transactions importants. Lauterbach et Ben-Zion indiquent que les investisseurs sont d'une plus grande tolérance aux titres spéculatifs et ne souhaitent pas réaliser des pertes conséquentes sur les titres de moindre qualité. Utilisant des données intra-journalières, Lee étudie la réaction des investisseurs autour d'annonces de résultats effectuées sur le NYSE, AMEX et NASDAQ, du 4 janvier 1988 au 30 décembre 1988. L'auteur trouve des proportions de larges achats significativement plus importantes avant une révision positive de résultats d'entreprise. De même, toujours à partir de transactions de taille élevée, Lee observe d'importants déséquilibres de transactions à la vente lors des révisions à la baisse des résultats. Concernant les transactions de taille relativement plus faibles, les pressions sont continues, quelque soit le type de nouvelles. L'ensemble de résultats décrits par Lee sont concentrés sur un intervalle de trente minutes contenant l'annonce. Plus spécifiquement au niveau des opérations de FA, Kryzanowski et Lazrak (2007) mesurent les volumes de transactions initiés par les acheteurs et les vendeurs aussi bien pour les acquéreurs que pour les cibles. Les auteurs trouvent que ces volumes augmentent de manière conséquente sur la période d'événement, essentiellement pour les cibles. D'une période de pré-annonce à la fenêtre d'annonce, les transactions initiées par les acheteurs sont multipliées par 3 et celles initiées par les vendeurs par 4,5. Autrement dit, ces pressions à la vente suggèrent que lors des annonces de FA, les actionnaires des cibles font face à un risque d'échec de l'opération, donc à une probabilité de perte de la création de richesse induit par l'événement. Pour se protéger de ce risque, les investisseurs sont prêts à vendre leurs titres (Baker et Savasoglu, 2002). Pour les acquéreurs, Kryzanowski et Lazrak retrouvent les mêmes déséquilibres de transactions à l'achat et à la vente, mais de moindre ampleur. Ainsi, nous établissons les hypothèses suivantes :

Hypothèse 3.a. : Les déséquilibres de transactions des titres des acquéreurs augmentent anormalement à l'annonce de FA.

Hypothèse 3.b. : Les déséquilibres de transactions des titres des cibles augmentent anormalement à l'annonce de FA.

2.3.4 Liquidité

Les modèles d'asymétrie d'information, tels que les modèles de Copeland et Galai (1983) et Glosten et Milgrom (1985), supposent des niveaux d'information différents parmi les investisseurs. Ils suggèrent que les investisseurs informés traitent pour des motifs d'information car ils possèdent une information, qui n'est pas encore contenu dans les prix. Si le spécialiste anticipe la présence d'investisseurs informés, cela va l'amener à se protéger d'un risque de sélection adverse supplémentaire. Partant d'un niveau d'asymétrie d'information plus élevé, il réduira la liquidité présente sur le marché. Toute diffusion d'information pertinente constitue donc un facteur de réduction de l'asymétrie d'information. Cela nous mène à examiner l'évolution de la fourchette de prix et de la profondeur aux meilleures limites autour des annonces de FA.

Fourchette de prix

La liquidité d'un marché est en partie fonction de la différence entre les prix à l'achat et à la vente aux meilleures limites. Plus cette fourchette de prix s'élargit, plus le coût de l'échange des titres d'un investisseur sera grand. En effet, l'immédiateté des transactions est onéreuse (Demsetz, 1968).

Au travers de nombreuses études, la fourchette de prix a été utilisée comme mesure d'asymétrie d'information (Foster et Viswanathan, 1990; McNish et Wood, 1992). Si le spécialiste anticipe la présence d'investisseurs informés, cela va l'amener à se protéger d'un risque de sélection adverse supplémentaire. Il élargira ainsi sa fourchette de prix. Dès lors, autour de la diffusion de l'information d'une FA, nous anticipons une modification du niveau d'asymétrie d'information. Avant l'annonce, en présence d'agents informés, la fourchette de prix s'élargit. Au moment de l'annonce, l'information est ainsi révélée, ce qui réduit la fourchette de prix.

Empiriquement, Conrad et Niden (1992) trouvent une augmentation anormale et significative de la fourchette de prix des titres de cibles cotées sur le NYSE avant l'annonce. Cet élargissement est suivi d'une réduction de la fourchette de prix la veille de l'annonce et le jour de l'événement. Draper et Paudyal (1999) indiquent que la fourchette de prix des titres des cibles se réduit dès la veille et qui perdure jusqu'au vingtième jour après l'annonce. Concernant les acquéreurs, Draper et Paudyal (1999) observent également une réduction de la fourchette de prix quatre jours avant l'annonce et qui persiste jusqu'au quinzième jour après l'annonce. Récemment, Aktas et al. (2007) et Kryzanowski et Lazrak (2007) indiquent également cette même trajectoire de hausse de la fourchette de prix sur une période précédant l'annonce, qui est suivie d'une diminution après la diffusion de l'information.

Profondeur

L'étude de la profondeur incorpore la dimension volume de la liquidité. En effet, la profondeur mesure la capacité d'absorption des ordres par le marché. Dès lors, si un marché se caractérise par de faibles quantités disponibles aux meilleures limites, sa liquidité sera qualifiée de faible. De moindres profondeurs aux meilleures limites sur un marché suggèrent une crainte des agents non informés et du teneur de marché de traiter avec des agents informés (Hasbrouck, 1991a,b). Comme nous l'avons vu avec la fourchette de prix, un niveau d'asymétrie d'information élevé implique une liquidité peu élevée et donc de faibles profondeurs aux meilleures limites. En effet, Lee et al. (1994) montrent que les fourchettes de prix et les profondeurs sont négativement corrélées. De larges fourchettes de prix sont associées à de faibles profondeurs. Tandis que des fourchettes de prix réduites sont assimilées à de fortes profondeurs. Autour d'annonces de résultats, Lee et al. trouvent que les fourchettes de prix et les profondeurs révèlent une relation négative pour 217 (94%) sur les 230 entreprises composant leur échantillon.

Peu d'études proposent une mesure de profondeur autour d'annonces de FA. Jennings (1994) étudie les profondeurs à l'achat et à la vente des cibles autour d'annonces effectuées durant les périodes de cotation. L'auteur n'apporte pas d'indications sur d'éventuels changements de profondeurs avant l'annonce. Cependant, Kryzanowski et Lazrak (2007) observent récemment une augmentation des

profondeurs moyennes suite à l'annonce de FA, passant de 82 à 523 millions dollars U.S. pour les cibles.

Nous espérons donc qu'une activité de marché élevée s'accompagne d'une amélioration de la liquidité, au travers des modifications des fourchettes de prix et des profondeurs aux meilleures limites.

Hypothèse 4.a. : Les fourchettes de prix des titres des acquéreurs et des cibles augmentent sous leur niveau normal avant l'annonce puis diminuent à l'annonce de FA.

Hypothèse 4.b. : Les profondeurs aux meilleures limites des titres des acquéreurs et des cibles diminuent sous leur niveau normal avant l'annonce puis augmentent à l'annonce de FA.

2.3.5 Fourchette de prix effective, fourchette de prix réalisée et impact des prix

Les transactions ne se réalisent pas systématiquement aux meilleures limites à l'achat ou à la vente. Si elles s'effectuent à l'intérieur de la fourchette de prix, la fourchette de prix effective représente alors une meilleure estimation du coût de transaction que la fourchette de prix affichée. Par ailleurs, elle sera moins élevée que la fourchette de prix affichée car elle tient compte du prix de transaction qui se situe entre les meilleures limites. En effet, à partir d'un échantillon de 300 entreprises cotées sur le NYSE en 1994, Bessembinder et Kaufman (1997) trouvent une fourchette de prix affichée relative de 0,575% et une fourchette de prix effective relative de 0,394%. De même, Huang et Stoll (1996) trouvent une moyenne de fourchette de prix effective de 0,077 dollars qui est bien en-deçà de la moyenne de la fourchette de prix affichée de 0,129 dollars. Les résultats de Bessembinder et Kaufman montrent également que la fourchette de prix effective diminue avec la taille de l'entreprise. À ce titre, ils observent que la fourchette de prix effective est de 1,402% pour les petites entreprises et descend à 0,239% pour les grandes entreprises. Concernant l'évolution de la fourchette de prix effective autour de l'annonce de FA, nous repérons que peu d'études empiriques. Parmi elles, Kryzanowski et Lazrak (2007) trouvent une réduction de la fourchette de prix

effective, exprimée en pourcentage, pour les acquéreurs et les cibles. Les auteurs indiquent que cette réduction s'exprime davantage sur les cibles.

La fourchette de prix effective peut se composer d'une fourchette de prix réalisée et d'un impact de prix (Bessembinder et Kaufman, 1997; Huang et Stoll, 1997). Comme nous l'avons vu précédemment, l'élargissement de la fourchette de prix par le teneur de marché permet de compenser ses pertes lors des transactions avec les agents informés (Copeland et Galai, 1983; Glosten et Milgrom, 1985). Par la présence d'agents informés, le prix d'un actif évolue contre le teneur de marché après une transaction. En effet, il diminuera suite à un achat du teneur de marché et augmentera suite à une vente du teneur de marché (Hasbrouck, 1988; Huang et Stoll, 1994). Dès lors, en moyenne, le teneur du marché n'obtient pas l'intégralité de la fourchette de prix. Il percevra la différence entre le prix de transaction initial et celui futur. Ainsi, la fourchette de prix réalisée représente le revenu du teneur de marché post transactionnel et reflète donc le retournement du prix de transaction à la valeur de l'actif après la transaction. Bessembinder et Kaufman (1997) trouvent qu'en moyenne, sur le NYSE, la fourchette de prix réalisée est de 0,125%. Leurs résultats suggèrent également que cette fourchette de prix réalisée tend à décroître avec la taille de l'entreprise et celle des transactions.

Comme nous l'avons mentionné, nous pouvons dissocier de la fourchette de prix effective cette partie revenu, destinée au teneur de marché, et une partie asymétrie d'information, l'impact de prix. Ce dernier reflète donc le contenu informationnel d'une transaction. Elle représente également la composante permanente de l'impact des prix. À partir d'un horizon d'une journée, Bessembinder et Kaufman trouvent que l'impact des prix est de 0,297% sur un horizon d'un jour et passe à 0,269% sur un horizon de 30 minutes. Ils observent également que l'impact des prix est plus restreint pour les grandes entreprises et les larges tailles de transactions.

Hypothèse 5 : L'impact des prix des titres des acquéreurs et des cibles augmentent avant l'annonce puis diminuent à l'annonce de FA.

2.4 Méthode

Dans cette section, nous présentons successivement la définition des variables utilisées (section 2.4.1) et la méthodologie des études d'événement (section 2.4.2).

2.4.1 Définitions des variables

La définition des variables utilisées concernent les rendements, l'activité de marché, les déséquilibres de transactions, la liquidité et l'impact des prix. À l'instar de Chordia et al. (2008), ces variables sont calculées sur des intervalles de 5 minutes. Les auteurs argumentent que cette durée est suffisamment longue pour éviter les périodes sans transactions, mais s'avère être suffisamment courte pour prendre en compte les inefficiences de marché.

Rendements et volatilité

Rendements Les rendements (*rendements*) sont calculés à partir des variations du prix moyen de transactions⁶ de l'action i sur un intervalle T . Nous prenons le logarithme de la variable $P_{i,T}$ puis nous effectuons la différence première. Les rendements s'obtiennent donc comme suit :

$$rendements_{i,T} = \ln\left(\frac{P_{i,T}}{P_{i,T-1}}\right), \quad (2.1)$$

où $P_{i,T}$ est le prix moyen de l'action i sur l'intervalle T .

Volatilité La volatilité (*volat*) est calculée à partir de l'étendue des prix de transaction sur chaque intervalle. Elle s'obtient comme suit :

$$volat_{i,T} = \frac{\max_{t=1}^{Z_{i,t}} P_{i,t} - \min_{t=1}^{Z_{i,t}} P_{i,t}}{P_{i,T}}, \quad (2.2)$$

où $P_{i,t}$ est le prix de transaction de l'action i à la transaction t et $Z_{i,t}$ est le nombre de transactions de l'action i sur l'intervalle T .

⁶ Les résultats sur les rendements, calculés à partir du milieu de fourchette pris sur les meilleures cotations, sont similaires.

Activité de marché

Volume des transactions

En titres échangés

Le volume des transactions exprimé en nombre de titres ($volume^{titre}$) de l'action i sur l'intervalle T est égal au nombre de titres échangés de l'action i sur l'intervalle T . Il s'obtient comme suit :

$$volume_{i,T}^{titre} = \sum_{t=1}^{Z_{i,T}} N_{i,t}, \quad (2.3)$$

où $N_{i,t}$ est le nombre de titres échangés de l'action i à la transaction t .

En dollars

Le volume des transactions exprimé en dollars ($volume^{dollar}$) de l'action i sur l'intervalle T est égal à la somme du nombre de titres échangés de l'action i sur l'intervalle T multipliée par le prix de transaction correspondant au volume. Il s'obtient comme suit :

$$volume_{i,T}^{dollar} = \sum_{t=1}^{Z_{i,T}} N_{i,t} P_{i,t}. \quad (2.4)$$

Fréquence de transactions La fréquence de transactions (transaction) de l'action i sur l'intervalle T est égale au nombre de transactions effectuées sur l'action i sur l'intervalle T . Elle s'obtient comme suit :

$$transaction_{i,T} = \sum_{t=1}^{Z_{i,T}} Z_{i,t}. \quad (2.5)$$

Taille de transactions La taille de transactions, exprimée en titres ($tailletransaction^{titre}$) de l'action i sur l'intervalle T est égale au volume moyen par transaction, exprimé en titres, de l'action i sur l'intervalle T . Elle s'obtient comme suit :

$$tailletransaction_{i,T}^{titre} = \frac{volume_{i,T}^{titre}}{transaction_{i,T}}. \quad (2.6)$$

Déséquilibre de transactions

La littérature récente sur le processus de formation des prix suggère que les déséquilibres entre les transactions initiées par les acheteurs et celles initiées par les vendeurs affectent les rendements (Chordia et al., 2001, 2005). Ainsi, nous utilisons l'algorithme de Lee et Ready (1991) afin d'estimer si une transaction est initiée par un acheteur ou par un vendeur. Ainsi, pour chaque titre et sur chaque intervalle, nous mesurons les déséquilibres de transactions, exprimés en titres, en dollars et en transactions. Une mesure du déséquilibre de transactions en titres intègre le facteur taille. Nous estimons les déséquilibres de transactions en titres à partir de la différence entre le nombre de titre échangés par les acheteurs et ceux échangés par les vendeurs (TIB^{titre}). Par ailleurs, nous estimons les déséquilibres de transactions en dollars à partir de la différence entre le volume de titres en dollars payés par les acheteurs et ceux payés par les vendeurs (TIB^{dollar}). Enfin, exprimés en nombre de transactions, les déséquilibres de transactions permettent de considérer la fréquence des ordres. Nous estimons les déséquilibres de transactions en transactions à partir de la différence entre le nombre de transactions initiées par les acheteurs et celles initiées par les vendeurs ($TIB^{transaction}$). Cette mesure ne semble pas être affectée par les divisions d'action ou les regroupements d'actions (Chordia et al., 2005). De même, la mesure n'intègre pas le prix ce qui évite une mauvaise interprétation des résultats sur la relation entre les mesures de déséquilibres de transactions et des rendements. Au final, Jones et al. (1994); Chordia et al. (2005) montrent une corrélation élevée parmi les différentes mesures de déséquilibres de transactions.

Liquidité

Fourchette de prix

Fourchette de prix affichée absolue

La fourchette de prix affichée absolue ($fourchette^{affichee}$) de l'action i sur l'intervalle T s'exprime en dollars et se définit comme suit :

$$fourchette_{i,t}^{affichee} = A_{i,t} - B_{i,t}, \quad (2.7)$$

où $A_{i,t}$ est la meilleure cotation à la vente de l'action à l'état du carnet t , $B_{i,t}$ est la meilleure cotation à l'achat de l'action i à l'état du carnet t .

Fourchette de prix affichée relative

Nous utilisons une fourchette de prix relative ($fourchette^{relative}$) de l'action i sur l'intervalle T car elle est indépendante du niveau des prix. Elle se définit comme suit :

$$fourchette_{i,t}^{relative} = \frac{A_{i,t} - B_{i,t}}{M_{i,t}}, \quad (2.8)$$

où $M_{i,t} = \frac{A_{i,t} + B_{i,t}}{2}$ est le milieu des meilleures cotations de l'action i à l'état du carnet t .

Suivant McNisih et Wood (1992), nous pondérons la fourchette de prix par sa durée de validité.

Profondeur aux meilleures limites

Profondeur aux meilleures limites en titres

La profondeur exprimée en titres ($profondeur^{titre}$) de l'action i sur l'intervalle T est égale à la moyenne des quantités disponibles aux meilleures limites de l'action i à l'état du carnet t aux meilleures limites. Elle s'obtient comme suit :

$$profondeur_{i,T}^{titre} = \frac{\sum_{t=1}^{L_{i,T}} (S_{i,t}^A + S_{i,t}^B)0,5}{L_{i,T}}, \quad (2.9)$$

où $S_{i,t}^A$ est la quantité de titres disponibles à la meilleure cotation à la vente, $S_{i,t}^B$ est la quantité de titres disponibles à la meilleure cotation à l'achat, et $L_{i,t}$ est le nombre d'états du carnet aux meilleures limites de l'action i sur l'intervalle T .

Profondeur aux meilleures limites en dollars

La profondeur exprimée en dollars ($profondeur^{dollar}$) de l'action i sur l'intervalle T est égale à la moyenne des quantités disponibles aux meilleures limites à l'achat et à la vente compte tenu des meilleures cotations à l'achat et à la vente de l'action i à l'état du carnet t aux meilleures limites. Elle s'obtient comme suit :

$$profondeur_{i,T}^{dollar} = \frac{\sum_{t=1}^{L_{i,T}} ((S_{i,t}^A A_{i,t} + S_{i,t}^B B_{i,t}) 0,5)}{L_{i,T}}. \quad (2.10)$$

Impact des Prix

Fourchette de prix effective Nous proposons d'estimer la composante informationnelle d'une transaction à partir de la fourchette de prix effective et réalisée. La fourchette de prix effective s'obtient comme suit :

$$fourchette_{i,t}^{effective} = \frac{D_{i,t}(P_{i,t} - M_{i,t})}{M_{i,t}}, \quad (2.11)$$

où $D_{i,t}$ est une variable binaire qui vaut 1 si la transaction est initiée par un achat et inversement.

Fourchette de prix réalisée La fourchette de prix réalisée est obtenue comme suit :

$$fourchette_{i,t}^{realisee} = \frac{D_{i,t}(P_{i,t} - P_{i,t+n})}{M_{i,t}}. \quad (2.12)$$

Impact des prix Selon Bessembinder et Kaufman (1997), l'impact des prix mesure le contenu informationnel des transactions. Cette composante intègre un coût de transaction lié aux échanges avec les agents informés. Les auteurs estiment cet impact des prix sur des horizons d'une journée et de trente minutes. L'impact des prix de transaction est obtenu comme suit :

$$impact_{pri_{i,t}} = \frac{D_{i,t}(P_{i,t+n} - M_{i,t})}{M_{i,t}}, \quad (2.13)$$

où $P_{i,t+n}$ est la première transaction observée au moins trente minutes après la première transaction.

2.4.2 Méthodologie des études d'événement

La méthodologie des études d'événement, introduite par Fama et al. (1969), permet d'estimer la composante anormale de la réaction du marché autour d'événements. Classiquement, les études d'événement se concentrent sur les rendements. Nous pouvons utiliser trois modèles pour estimer les rendements anormaux : le modèle à la rentabilité moyenne constante, le modèle à la rentabilité ajustée à celle du marché et le modèle à la rentabilité ajustée au risque et au marché.

La mesure des rendements anormaux est robuste au choix du modèle générateur (Brown et Warner, 1985). Nous retenons le modèle à la rentabilité moyenne constante pour estimer la composante anormale des rendements de l'action i le jour d'annonce τ_0 durant l'intervalle T ,

$$AR_{i,\tau_0,T} = R_{i,\tau_0,T} - \bar{R}_{i,T}, \quad (2.14)$$

avec

$$\bar{R}_{i,T} = \frac{1}{235} \sum_{\tau=-244}^{-10} R_{i,\tau,T}, \quad (2.15)$$

où $AR_{i,\tau_0,T}$ est le rendement anormal de l'action i le jour d'annonce τ_0 durant l'intervalle T , $R_{i,\tau_0,T}$ indique le rendement observé de l'action i le jour d'annonce τ_0 durant l'intervalle T et $\bar{R}_{i,T}$ révèle la moyenne des rendements observés de l'action i durant la période d'estimation sur ce même intervalle T . Cette méthodologie contrôle la saisonnalité intra-journalière des rendements (Wood et al., 1985; Harris, 1986). La période d'estimation s'étend de 244 jours à 10 jours avant la date d'annonce afin de s'assurer que les résultats ne sont pas contaminés par l'anticipation de l'annonce de l'opération de FA⁷. La période d'événement comprend 2 heures autour de la diffusion de l'information, de -1 heure à +1 heure. Nous calculons la rentabilité anormale moyenne sur l'ensemble des titres le jour d'annonce τ_0 sur l'intervalle T comme suit :

$$AR_{\tau_0,T} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{i,\tau_0,T}, \quad (2.16)$$

où n est le nombre d'entreprises composant l'échantillon.

⁷ Nos résultats sont robustes aux choix de la période d'estimation.

Les rendements anormaux moyens sont cumulés le jour d'annonce τ_0 sur la fenêtre d'événement de 125 minutes autour de l'annonce $[-1 \text{ heure} ; +1 \text{ heure}]$ afin d'obtenir les rendements anormaux cumulés (CAR) :

$$CAR_{\tau_0} = \sum_{T=-12}^{12} AR_{\tau_0, T}. \quad (2.17)$$

Afin d'utiliser une approche uniforme, la composante anormale des autres variables utilisées dans l'étude (la volatilité, le volume des transactions, la fréquence de transaction, la taille de transactions, les déséquilibres de transactions, la fourchette de prix et la profondeur) de l'action i le jour d'annonce τ_0 durant l'intervalle T est calculée comme suit :

$$AVolume_{i, \tau_0, T}^{titre} = Volume_{i, \tau_0, T}^{titre} - \overline{Volume}_{i, T}^{titre}, \quad (2.18)$$

avec

$$\overline{Volume}_{i, T}^{titre} = \frac{1}{235} \sum_{\tau=-244}^{-10} Volume_{i, \tau, T}^{titre}, \quad (2.19)$$

où $AVolume_{i, \tau_0, T}^{titre}$ est la valeur anormale de la variable pour l'action i le jour d'annonce τ_0 durant l'intervalle T , $Volume_{i, \tau_0, T}^{titre}$ indique la valeur observée de la variable pour l'action i le jour d'annonce τ_0 durant l'intervalle T et $\overline{Volume}_{i, T}^{titre}$ révèle la moyenne durant la période d'estimation de la valeur observée de la variable de l'action i sur ce même intervalle T . À l'instar des rendements, cette méthodologie contrôle la saisonnalité intra-journalière de nos variables (Harris, 1986; McNisih et Wood, 1992; Lee et al., 1993; Foster et Viswanathan, 1993).

Nous utilisons le test de Boehmer et al. (1991) pour estimer la significativité de nos rendements anormaux car il permet de contrôler les sauts de variance associés à l'annonce.

Pour tester la significativité de nos autres variables (la volatilité, le volume des transactions, le nombre de transactions, la taille de transactions, la fourchette de prix affichée relative, la fourchette de prix effective relative, la profondeur en titres et la profondeur en dollars), nous utilisons un test de différence de moyennes.

2.5 Données

Nous avons collecté un échantillon d'annonces de FA provenant de la base de données Securities Data Company (SDC). Les annonces doivent suivre les critères suivants : (1) le montant de la transaction doit être d'un minimum de 100 millions de dollars U.S., (2) les acquéreurs et les cibles doivent être cotés sur le NYSE ou l'AMEX, (3) l'annonce de la FA doit être diffusée par Reuters ou par le Dow Jones durant la journée de cotation, (4) l'acquisition doit être achevée, (5) l'annonce doit avoir été faite de janvier 1995 à mars 2000.

Le critère (1) est utilisé afin d'inclure dans notre échantillon des sociétés de taille importante dont le titre est suffisamment liquide. Le critère (2) permet d'avoir une homogénéité dans la microstructure des marchés. Le critère (3) nous permet d'avoir la connaissance exacte de l'heure de la diffusion de l'annonce pour notre étude d'événement. Nous utilisons donc la base de données Factiva qui nous donne notamment accès aux informations diffusées par Reuters et de Dow Jones avec un horodatage à la minute près⁸. De plus, nous utilisons ces bases de données car elles sont largement diffusées parmi l'ensemble des opérateurs. Par ailleurs, nous éliminons toutes les données de la journée d'un acquéreur si ce dernier lance plus d'une opération lors de cette même journée. Ainsi, nous évitons le problème de chevauchement des événements.

L'échantillon final comprend 242 acquéreurs et 46 cibles dont l'opération de FA a été diffusée au cours de la journée de cotation⁹. Comparativement aux études sur les FA, notre échantillon est de taille plus modeste. Cependant, nos résultats sont cohérents avec ceux de Bagnoli et al. (2006) qui trouvent que les annonces diffusées dans la séance de transaction sont moins nombreuses.

Dans le tableau 2.1, nous présentons la répartition finale. Celui-ci reflète l'évolution croissante du nombre d'opérations de FA durant les années 1990.

⁸ Nous avons utilisé ces deux sources d'information en temps réel. Nos résultats sont robustes aux changements de sources d'information.

⁹ La différence de taille d'échantillon est due au statut de la cible car beaucoup d'entreprises ciblées ne sont pas cotées et également à la taille de ces entreprises.

TAB. 2.1 – Distribution annuelle des échantillons

Ce tableau présente la distribution de notre échantillon d'opérations de FA, annoncées durant la journée de cotation, de janvier 1995 à mars 2000, pour des firmes cotées sur le NYSE ou l'AMEX. Les annonces de FA sont collectées à partir de la base de données SDC. La valeur de la transaction doit être d'au moins 100 millions de dollars U.S..

Année	Acquéreurs	Cibles
1995	12	3
1996	44	6
1997	53	1
1998	58	7
1999	57	22
2000	18	7
Total	242	46

Dans le graphique 2.1, nous proposons les statistiques descriptives des annonces de FA par tranche horaire pour les acquéreurs (Panel A) et les cibles (Panel B). Nous trouvons que la majorité des nouvelles est annoncée le lundi et au début de la journée de cotation.

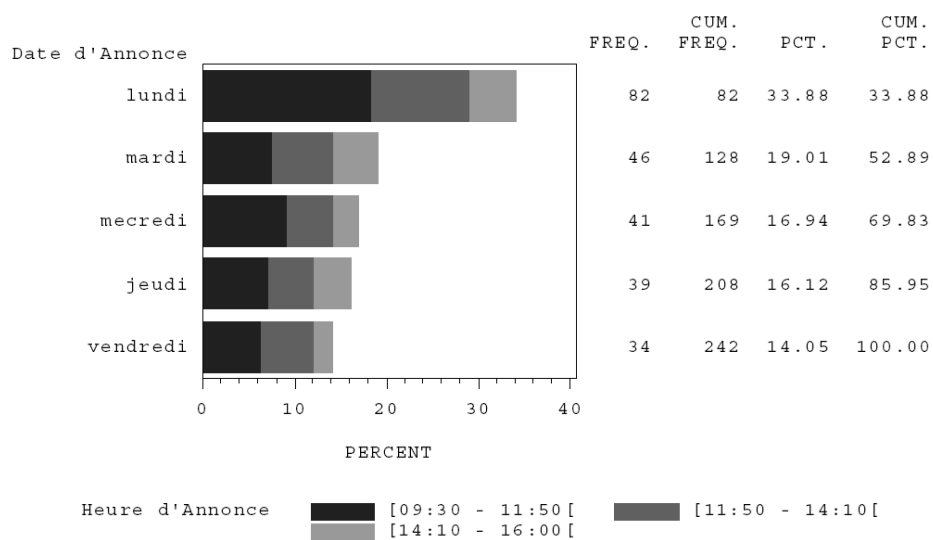
Les transactions et les meilleures cotations proviennent de la base de données Trades and Quotes (TAQ). Nous appliquons les filtres standards de la littérature afin de nettoyer nos données. Nous éliminons donc les données qui ont un prix négatif, un prix au-dessus de 999\$ ou aucun prix, n'ont pas de quantité, ont une fourchette de prix négative. De plus, les cinq premières et les cinq dernières minutes de transaction et de cotation sont exclues afin de prendre en compte la saisonnalité intrajournalière de nos variables¹⁰.

¹⁰ McNisih et Wood (1992) et Lee et al. (1993) trouvent que la fourchette de prix moyenne des titres du NYSE s'élargit aux extrémités de la journée de cotation. Concernant les rendements et les volumes, Harris (1986) trouve une saisonnalité intra-quotidienne descendante à l'ouverture puis ascendante à la clôture. Ces résultats sont confirmés par McNisih et al. (1985) pour les rendements et Foster et Viswanathan (1993) pour les volumes.

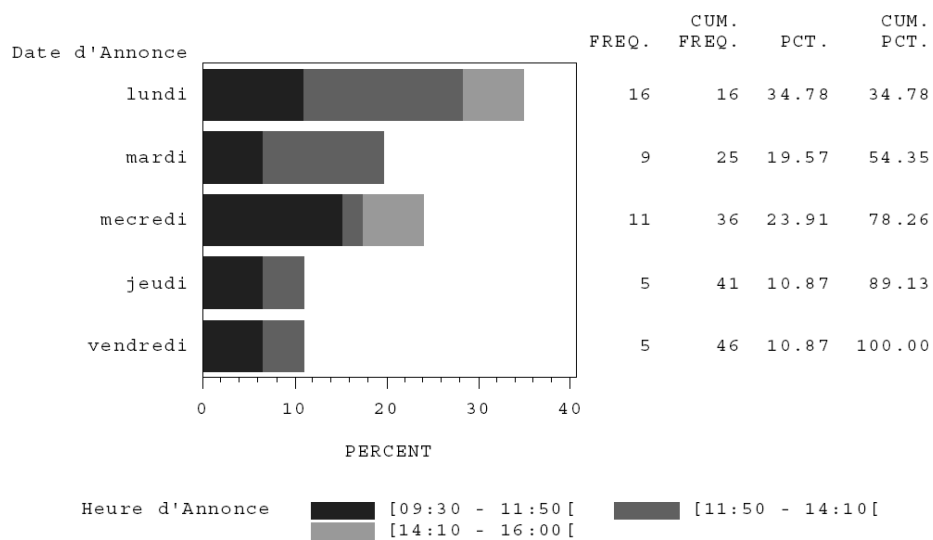
FIG. 2.1 – Statistiques Descriptives

Ce graphique présente la distribution du moment de la diffusion de l'annonce de FA (date et créneau horaire) de notre échantillon. Les acquéreurs sont des entreprises cotées sur le NYSE ou l'AMEX, qui ont initié et finalisé une opération de FA entre janvier 1995 et mars 2000. La valeur de transaction doit être au moins de 100 millions de dollar U.S..

Panel A : Acquéreurs



Panel B : Cibles

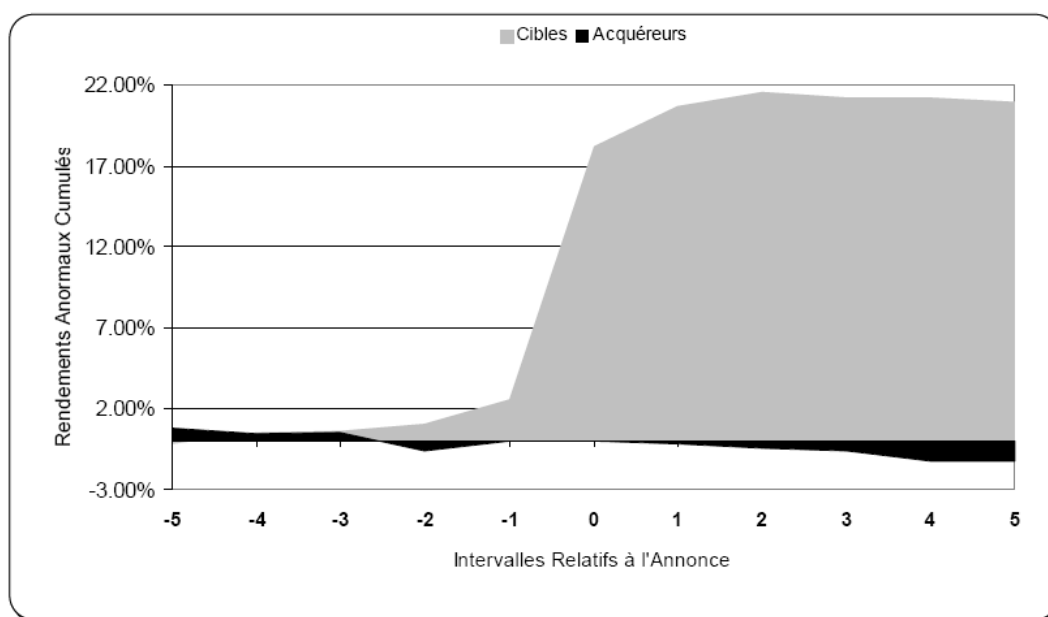


2.6 Résultats empiriques

À partir du graphique 2.2, nous mettons en évidence les rendements anormaux cumulés des acquéreurs et des cibles sur une fenêtre de onze jours centrée autour du jour de l'annonce. Nous trouvons que les acquéreurs enregistrent une perte de richesse (-1,21%) sur l'ensemble de la période d'événement. Dans le même temps, les rendements anormaux cumulés des entreprises cibles sont positifs (20,94%).

FIG. 2.2 – Rendements Anormaux Cumulés

Ce graphique présente les rendements anormaux cumulés journaliers moyens des acquéreurs et des cibles autour de l'annonce de FA. Les rendements sont calculés à partir des prix de transaction et sont exprimés en pourcentage. Les rendements anormaux sont obtenus à partir du modèle à la rentabilité moyenne constante sur la période d'événement [-5 jours ; +5 jours]. L'intervalle contenant l'annonce de la FA se définit comme l'intervalle d'événement zéro. Tous les intervalles sont relatifs à l'intervalle de l'annonce.



À l'instar des résultats trouvés dans la littérature, nous concluons sur un transfert de richesse des actionnaires de l'acquéreur vers ceux de la cible. Cependant, ce résultat se distingue de ceux trouvés dans la littérature car l'essentiel des gains sont uniquement observés le jour de la diffusion de l'information. Nous expliquons ce phénomène par l'utilisation des annonces diffusées exclusivement lors des périodes de cotation.

La réaction des investisseurs aux annonces de FA se concentre donc le jour de la diffusion de l'information¹¹. Ainsi, nous justifions l'intérêt porté à une analyse intra-

¹¹ Ce résultat est également valable pour l'activité de marché et la liquidité.

journalière focalisée sur le jour de l'annonce afin de mieux comprendre le processus d'incorporation de l'information.

Dans cette section, nous décrivons le comportement des investisseurs en se focalisant sur les rendements et la volatilité (section 2.6.1), l'activité de marché (section 2.6.2), les déséquilibres de transactions (section 2.6.3), la liquidité (section 2.6.4) et l'impact de prix (section 2.6.5).

2.6.1 Rendements et volatilité

Dans le tableau 2.2, nous décrivons les rendements anormaux et la volatilité anormale intrajournaliers, successivement pour les acquéreurs et les cibles.

Acquéreurs Pour les acquéreurs, nous révélons des rendements anormaux cumulés de -0,40% autour de l'annonce. Cependant, sur la fenêtre d'événement, peu de rendements anormaux sont significatifs. Avant l'annonce, aucun des rendements anormaux n'apparaissent comme significatifs. À l'annonce de l'opération, les rendements anormaux sont de -0,03% et ne sont également pas significatifs. Par la suite, la révélation publique de l'information n'affecte que très peu les rendements anormaux des acquéreurs. Nous trouvons que le titre de l'acquéreur est anormalement volatil sur la fenêtre d'événement. Une volatilité anormale apparaît 25 minutes avant l'annonce, de 0,11%. L'annonce ne provoque pas directement une hausse significative de la volatilité. Cependant, nous constatons que le nombre de résultats significatifs augmente à la suite de la diffusion de l'opération de FA.

Cibles Les rendements anormaux cumulés des cibles sont significativement positifs autour de l'heure de l'annonce, avec une création de valeur sur la période d'événement de 9,05% pour les actionnaires de la cible. Nous remarquons que les rendements anormaux positifs et significatifs se concentrent juste autour de la diffusion de l'information, avec un gain de 2,86% sur l'intervalle de l'annonce. Par ailleurs, les premiers rendements anormaux significatifs apparaissent dix minutes avant l'annonce pour disparaître dix minutes après la révélation publique de l'information. Autrement dit, le processus d'incorporation de l'information dans les prix des titres des cibles est rapide et se déclenche uniquement à l'annonce de l'opération. À l'instar de l'acquéreur,

la volatilité s'accroît sur le titre l'entreprise ciblée autour de l'annonce. Sur cette fenêtre d'événement, nous constatons que la volatilité de l'entreprise ciblée est plus élevée que celle de l'acquéreur. La volatilité anormale devient significative trente-cinq minutes avant l'annonce, de l'ordre de 0,61%. Sur l'intervalle de l'annonce, la volatilité est de 0,35% et significative au seuil de 5%. L'impact de l'annonce sur la volatilité s'estompe sur la fin de la période d'événement intrajournalière.

TAB. 2.2 – Rendements et volatilité

Ce tableau présente les rendements anormaux moyens et la volatilité moyenne intra-journaliers des acquéreurs et des cibles autour de leur annonce de FA. Les rendements sont calculés à partir des prix de transactions et sont exprimés en pourcentage. Les rendements anormaux sont obtenus à partir du modèle à la rentabilité moyenne constante sur la période d'événement [-1 heure;+1 heure]. La volatilité est estimée par l'étendue des rendements et s'exprime en pourcentage. Chaque intervalle correspond à une fenêtre de cinq minutes. L'intervalle contenant l'annonce de la FA se définit comme l'intervalle d'événement zéro. Tous les intervalles sont relatifs à l'intervalle de l'annonce. (***),(**) et (*) indiquent les résultats significatifs aux niveaux respectifs de 1%, 5% et 10%.

<i>Evénements</i>	<i>Acquéreurs</i>		<i>Cibles</i>	
	<i>Rendements</i>	<i>Volatilité</i>	<i>Rendements</i>	<i>Volatilité</i>
-12	-0,02	0,06	0,84	0,42
-11	0,01	0,05	-0,06	0,35
-10	0,02	0,08	-0,25	0,22
-9	0,06	0,06	0,53	0,69
-8	0,03	0,07	0,72	0,64
-7	-0,04	0,07	-0,12	0,61*
-6	0,02	0,05	0,11	0,46**
-5	-0,05	0,11**	-0,39	0,34
-4	-0,02	0,14**	-0,34	0,59*
-3	-0,01	0,07	0,12	0,27
-2	-0,02	0,07	1,41**	0,31*
-1	-0,02	0,07	-0,05	0,55**
0	-0,03	0,10	2,86***	0,35**
1	-0,01	0,08**	0,35	0,28**
2	0,43	0,06	1,69***	0,30**
3	0,03	0,08*	0,21	0,31***
4	0,09	0,05	0,76	0,37***
5	-0,09**	0,08*	0,46	0,42***
6	0,01	0,06	0,31	0,22*
7	-0,01	0,07*	-0,16	0,19*
8	-0,00	0,08**	-0,18	0,20**
9	-0,02*	0,06*	-0,04	0,28**
10	-0,01	0,07	0,50	0,19
11	0,04	0,10**	-0,14	0,10
12	0,02*	0,08**	-0,09	0,23**

2.6.2 Activité de marché

L'investigation de l'activité de marché utilise les volumes de transactions (en titres et en dollars), le nombre de transactions et la taille moyenne de transactions. Le tableau 2.3 présente l'activité de marché anormale intra-journalière, successivement pour les acquéreurs et les cibles.

Acquéreurs Les opérations de FA provoquent une activité de marché anormalement élevée sur les titres des acquéreurs autour de leur annonce d'offre. En effet, les volumes des transactions (mesurés en titres et en dollars), le nombre de transactions et la taille moyenne de transaction augmentent sur la période d'événement au-dessus de leur niveau normal. Nous remarquons que le nombre de transactions et la taille de transactions varie significativement sur la fenêtre d'annonce. Cependant, peu de résultats sur les volumes des transactions s'avèrent être significatifs.

Cibles À l'instar des acquéreurs, l'activité de marché autour des titres des cibles est anormalement élevée autour de l'annonce d'opérations de FA. Cependant, l'apparition des premiers mouvements significatifs diffère selon les mesures utilisées. Les volumes anormaux positifs et significatifs, tant mesurés en titres qu'en dollars, deviennent systématiques dix minutes avant l'annonce de l'opération. Dans le même temps, la taille de transactions moyenne augmente anormalement uniquement à partir de l'intervalle de l'annonce. Contrairement aux mesures précédentes, le nombre de transactions présente une série de résultats anormalement élevés bien avant la diffusion de l'information. Autrement dit, si les agents informés ne peuvent se permettre d'accroître la taille moyenne des transactions au risque de voir leur information privilégiée dévoilée, ils sont tentés de diviser leurs ordres, multipliant ainsi le nombre de transactions.

TAB. 2.3 – Activité de marché

Ce tableau montre la moyenne intra-journalière du volume de transactions anormal en titres ('000 titres) et en dollars ('000 000 dollars), du nombre de transactions et de la taille de transactions, sur des intervalles de 5 minutes. Les résultats sur les titres des acquéreurs et des cibles sont présentés séparément. L'intervalle contenant l'annonce de la FA est défini comme l'intervalle d'événement zéro. Tous les intervalles sont relatifs à l'intervalle de l'annonce. Un test de différence de moyenne est effectué. (***) (**) (*) indiquent les résultats significatifs aux niveaux respectifs de 1%, 5% et 10%.

Evénements	Acquéreurs			Cibles				
	volume ^{titre}	volume ^{dollar}	tailletransaction	volume ^{titre}	volume ^{dollar}	tailletransaction		
-12	4,75	0,25	1,63***	-81,12**	11,61	0,61	1,37**	1630,66
-11	3,57	0,19	1,34**	-232,12***	14,20**	0,36***	2,36	5145,28***
-10	2,16	0,17	1,19***	-266,37***	17,08	0,83	1,42	1509,97
-9	2,50	0,17	1,31**	-15,85***	9,60	0,26	3,36***	559,12
-8	3,82	0,19	1,16***	470,10***	12,19	0,44	2,42**	510,58
-7	1,11	0,05*	0,73**	-227,32***	13,42	0,32	2,69**	336,05
-6	2,86	0,11	1,08***	392,64***	4,50	0,10	2,05***	412,28
-5	3,16	0,18	1,14***	1706,58***	8,01	0,34	2,74*	823,24
-4	5,13	0,22	1,44**	-83,70***	10,29	0,24	1,81	1201,94
-3	2,21	0,10	1,57***	93,15***	11,99	0,57	2,80**	1006,11
-2	3,20	0,15	1,60***	104,50**	12,47***	0,47***	3,15***	2240,73
-1	3,75	0,25	1,13***	737,65***	44,36*	1,07*	4,06***	1658,10
0	6,11	0,24	1,54***	413,73**	64,85***	1,80***	5,24***	3284,52**
1	5,10	0,29	1,57***	362,59**	65,66***	2,06**	4,83***	2494,50
2	3,16	0,23	1,33***	21,43***	42,69***	1,20***	5,41***	2014,70**
3	5,13	0,32	1,53***	219,67***	71,66***	2,10***	5,21***	4889,44**
4	0,49***	0,06***	0,95**	-398,17***	81,30***	1,98***	5,74***	3839,08**
5	5,49	0,23	1,16***	421,15**	63,77***	1,67***	6,24***	3435,55**
6	1,95	0,08	1,18***	117,68***	46,09***	1,22***	7,18***	2923,14**
7	1,64	0,09	1,20***	-48,43***	37,98***	1,07***	6,17***	1788,55
8	5,13	0,27	1,60***	672,25***	54,57***	1,56***	4,97***	3131,33**
9	5,45	0,33	1,51***	262,76***	53,42***	1,65***	6,66***	2363,99***
10	5,72*	0,32	1,74***	331,57	75,65***	2,50***	6,06***	4922,00***
11	3,04	0,19	1,61***	-270,77***	51,94***	1,64***	5,86***	2789,88***
12	4,79	0,25	1,75***	-93,59***	41,70***	1,20***	4,93***	2888,62

2.6.3 Déséquilibres de transactions

Dans le tableau 2.4, nous présentons les mesures de déséquilibres de transactions anormales journalières, exprimés en transactions, en titres et en dollars. Nous décrivons les résultats successivement pour les acquéreurs et les cibles.

Acquéreurs Globalement, nous observons une augmentation des déséquilibres de transactions sur la période d'événement, quelque soit la mesure utilisée. Plus particulièrement, nous constatons des déséquilibres de transactions positifs et importants le jour de l'annonce de l'opération de FA.

Cibles Concernant les cibles, nous observons des déséquilibres de transactions anormaux significatifs et négatifs exprimés en transactions, à partir du jour de l'événement. Dans le même temps, les mesures, exprimées en titres et en dollars, suggèrent des déséquilibres positifs. Pour autant, celles-ci ne sont pas significatives et ne peuvent amener de conclusions définitives. Ces résultats nous indiquent que lors de l'annonce, les transactions initiées par les vendeurs sont supérieures à celles initiées par les acheteurs. Les investisseurs veulent enregistrer les gains générés par l'annonce sur la cible. Pour autant, ces investissements ne représentent pas des volumes suffisamment conséquents, tant en terme monétaires qu'en titres.

TAB. 2.4 – Déséquilibres de transactions

Ce tableau présente la moyenne journalière des déséquilibres de transactions, exprimés en transactions, en titres ('000 titres) et en dollars ('000 000 dollars). Notre période d'estimation s'étend de -244 à -10 avant l'annonce de la FA. Notre d'étude va de janvier 1995 et mars 2000. (***),(**) et (*) indiquent les résultats significatifs aux niveaux respectifs de 1%, 5% et 10%.

Événements	$OIB^{transaction}$	OIB^{titre}	OIB^{dollar}
<i>Panel A : Acquéreurs</i>			
-3	7.81***	-5.97	0.18
-2	5.93*	-33.43	-1.34
-1	10.81***	25.81*	1.64
0	19.32***	79.80***	4.39***
1	17.52***	27.60	2.01
2	17.41***	35.04**	3.10**
3	17.40***	34.66*	1.99*
<i>Panel B : Cibles</i>			
-3	-3.36	-21.82	-1.02
-2	-2.64	-6.69	-0.42
-1	7.95	29.48**	0.90
0	-52.10***	124.40	5.99
1	-29.49**	270.86	7.38
2	-28.70*	30.94	1.30
3	-22.80	-28.88	-1.22

2.6.4 Liquidité

Nous utilisons la fourchette de prix relative et la profondeur aux meilleures limites (exprimée en titres et en dollars) afin de mettre en évidence l'impact d'une annonce d'opération de FA sur la liquidité des titres concernés par l'opération. Le tableau 2.5 présente la liquidité anormale intra-journalière successivement pour les acquéreurs et les cibles.

Acquéreurs Une diminution de la fourchette de prix relative sous son niveau normal marque la période d'événement. Cette réduction débute dès la phase de pré-annonce. Par ailleurs, nous observons qu'une des plus importantes baisses intervient cinq minutes avant l'annonce. À l'annonce de l'opération de FA, nous trouvons également une baisse significative de la fourchette de prix sous son niveau normal. À la suite de la divulgation de l'information, la tendance se poursuit jusqu'au terme de la période d'événement.

Parallèlement, les profondeurs aux meilleures limites sont au-dessus de leur niveau normal. Cependant, la tendance est plus mitigée. Avant l'annonce, le nombre de profondeurs aux meilleures limites positives et significatives augmentent. Suite à la révélation publique de l'information, les profondeurs aux meilleures limites significatives alternent en signe.

Cibles Au niveau du titre de l'entreprise ciblée, la tendance est plus marquée. La fourchette de prix sur les titres des cibles diminue significativement sous son niveau normal sur la période d'événement. Même si le déclin de la fourchette de prix relative se déclenche avant l'annonce, d'importantes réductions significatives interviennent à partir de dix minutes après la révélation de l'information. En outre, nous observons que les réductions de la fourchette de prix de l'entreprise ciblée ont plus d'ampleur que celles de l'acquéreur.

Dans le même temps, l'augmentation anormale des profondeurs aux meilleures limites suggèrent une amélioration de la liquidité, à l'instar de la fourchette de prix. Prise dans son ensemble, la période d'événement est marquée par des profondeurs anormalement élevées. Nous observons peu de profondeurs significatives précédant la divulgation de l'information de FA. Dix minutes après l'annonce, les profondeurs aux

meilleures limites anormales deviennent systématiquement significatives et révèlent ainsi l'amélioration de la liquidité lors de la révélation publique de l'information.

TAB. 2.5 – Liquidité

Ce tableau montre la moyenne intra-journalière de la fourchette de prix affichée relative (%), la profondeur en titres (titres) et la profondeur en dollars (dollars), sur des intervalles de 5 minutes. Les résultats sur les titres des acquéreurs et des cibles sont présentés séparément. L'intervalle contenant l'annonce de la FA est défini comme l'intervalle d'événement zéro. Tous les intervalles sont relatifs à l'intervalle de l'annonce. Un test de différence de moyenne est effectué. (**), (***) et (*) indiquent les résultats significatifs aux niveaux respectifs de 1%, 5% et 10%.

Evénements	Acquéreurs			Cibles		
	<i>fourchette</i> ^{relative}	<i>profondeur</i> ^{titres}	<i>profondeur</i> ^{dollar}	<i>fourchette</i> ^{relative}	<i>profondeur</i> ^{titres}	<i>profondeur</i> ^{dollar}
-12	-0,068***	-19,61***	-337,29***	-0,147	177,60***	6571,28**
-11	-0,041**	-9,89***	7,70**	-0,111	176,46**	6659,44*
-10	-0,005*	-1,84*	45,83*	-0,395*	69,96	2804,84
-9	-0,077	0,46	312,28	-0,362	85,68	1694,38
-8	-0,086*	5,90	537,98	-0,149	32,43	1635,14
-7	-0,016	1,09	335,20	-0,092	55,25	1267,72
-6	-0,028*	-4,60***	70,84**	-0,070	51,36	2242,42
-5	-0,059**	-6,59**	406,12**	-0,099	89,14	2584,86
-4	-0,009	-12,55**	134,74**	0,076	100,35*	3092,80*
-3	-0,047***	-7,09**	2,02**	0,154	71,68	2080,84
-2	-0,039	-2,03	281,84	-0,059	75,45***	2420,25***
-1	-0,452**	0,00**	106,79**	0,015	116,10	3334,19
0	-0,015**	-8,66***	-199,49***	0,084	48,38	1735,78
1	0,018	7,05	745,38	0,057	69,75	2455,24
2	-0,109**	2,70**	455,06*	-0,255**	152,01***	3604,06***
3	-0,090	-17,29***	-168,91**	-0,129	179,100***	5001,65***
4	-0,454*	-7,97***	-188,71*	-0,356	163,87***	4444,85***
5	-0,035	0,34**	167,24*	-0,247*	192,69***	5031,59***
6	0,004	6,47*	268,29	-0,386***	198,71***	4969,11***
7	-0,101	-6,97***	152,75**	-0,429***	200,14***	4567,98***
8	-0,087***	6,61	632,05	-0,560***	255,64***	6562,49***
9	-0,126**	-2,78**	536,61	-0,269**	295,01***	8766,36***
10	-0,059**	-2,49*	128,38	-0,283***	285,51***	8344,39***
11	-0,622	-12,18***	-158,62***	-0,176**	263,71***	7615,14***
12	-0,052	4,65***	151,60***	-0,202**	262,85***	7115,39***

2.6.5 Fourchette de prix effective, fourchette de prix réalisée et impact de prix

Dans le tableau 2.6, nous présentons les mesures journalières anormales de la fourchette de prix effective, la fourchette de prix réalisée et l'impact des prix, successivement pour les acquéreurs et les cibles.

Acquéreurs Concernant les acquéreurs, nous ne trouvons pas que l'impact de prix varie anormalement sur la période d'étude. Dans le même temps, nous observons des réductions successives de la fourchette de prix réalisée à partir du lendemain de la révélation publique de l'information.

Cibles Conformément aux résultats sur la fourchette de prix relative, nous observons une réduction de la fourchette de prix effective de la cible à partir du jour de la révélation de l'information. Par ailleurs, nous constatons une tendance sur l'impact des prix autour de la fenêtre d'événement. Durant les jours précédents l'annonce, l'impact des prix est anormalement positif. Puis, le lendemain de l'annonce se caractérise par un retournement de tendance avec des diminutions successives. Cependant, les résultats sur l'impact des prix ne s'avèrent pas être significatifs.

TAB. 2.6 – Fourchette de prix effective, fourchette de prix réalisée et de l'impact des prix

Ce tableau présente la moyenne journalière de la fourchette de prix effective, de la fourchette de prix réalisée et de l'impact de prix. Notre période d'estimation s'étend de -244 à -10 avant l'annonce de la FA. Notre d'étude va de janvier 1995 et mars 2000. (***) , (**) et (*) indiquent les résultats significatifs aux niveaux respectifs de 1%, 5% et 10%.

Evénements	<i>fourchette^{effective}</i>	<i>fourchette^{realisee}</i>	<i>impact^{prix}</i>
<i>Panel A : Acquéreurs</i>			
-3	-0.27	-0.40*	0.14
-2	0.33	0.99	-0.49
-1	-0.17	-0.34	0.17
0	0.19	1.10	-0.90
1	-0.26	-0.45*	0.23
2	-0.34*	-0.50*	0.16
3	-0.37	-0.42*	0.07
<i>Panel B : Cibles</i>			
-3	0.01	-0.02	0.03
-2	0.03	-0.01	0.00
-1	0.00	-0.02	0.02
0	-0.09***	-0.20**	0.11
1	-0.12***	-0.10	-0.01
2	-0.12***	-0.09	-0.04
3	-0.12***	-0.06	-0.06

2.7 Conclusion du chapitre 2

Dans ce premier chapitre, l'objectif de cette étude est d'examiner les réactions intra-journalières des investisseurs autour d'annonces de FA. Utilisant des données haute-fréquence, nous basons notre travail sur un échantillon d'acquéreurs et de cibles impliqués dans une opération de FA américaine. Nous trouvons que l'annonce d'une opération de FA est créatrice de richesse pour les actionnaires de la cible lors de la parution de l'information. La réaction des prix des titres des acquéreurs s'avère neutre. Par ailleurs, ces résultats se déroulent dans une activité de marché soutenue autant pour l'acquéreur que pour la cible. Enfin, la révélation publique de l'information améliore la liquidité des titres des cibles et des acquéreurs.

CHAPITRE 3 Gains to Merging Firms and their Rivals Evidence from Canada

3.1 Introduction

An extensive literature analyzes the value creation process related to Merger-Acquisition (MA), as well as the factors that drive it. This literature also focuses on the ability of stock markets to fully and rapidly interpret the consequences of major transactions such as MAs when these transactions are announced. It underlines that the target shareholders earn significant positive abnormal returns, whereas the evidence on the value creation of acquiring firms is mixed (Jensen and Ruback, 1983; Fuller et al., 2002; Moeller et al., 2004).

Several studies attempt to analyze the effect of MA on competitors (Eckbo, 1983; Stillman, 1983; Akhigbe and Martin, 2000; Song and Walkling, 2000; Fee and Thomas, 2004). They suggest that abnormal returns to rivals at the MA announcements correspond to a reaction to change in the industry. Our study develops this dimension to this literature by considering not only the stock market reaction of the acquirers and targets, but also the impact of the MA transaction on the industry competitors. Indeed, the spillover effects of MA announcement have important implications for various agents including investors, acquirers, targets, and industry competitors. Specifically, it is important for investors to know how MA announcements affect market prices. Acquirers are also concerned about the prices that they should pay for MAs and know how these major transactions may impact their future corporate performance. Similarly, targets should understand the sources of value creation or destruction arising from MA. Finally, rivals need to understand how MA announcements affect their competitive environment and how they can strategically respond to them. To illustrate the MA's effect on the rivals, we consider the example of the Microsoft Corp.'s attempt to acquire Yahoo Inc. Indeed, on February 1, 2000, the Wall Street Journal reported that Microsoft Corp. was offering \$44.6 billion in an attempt to acquire Yahoo Inc. The market reacted differently for both firms, the Microsoft Corp's shares fell down almost 7% on the announcement

date, 1% and 4% in the next two days while those of Yahoo Inc. rose of 47%. Alongside, the shares of Google, a competitor of Yahoo Inc., also fell down almost 9%.

This paper has three goals. First, we investigate the short term price reaction of MA announcements for acquiring and target firms. Second, we also explore the potential determinants of the stock market reactions. Third, we analyze the spillover effects of these announcements on the acquiring and target firms' competitors.

We contribute to MA literature in several ways. First, we consider an out-of-sample investigation of the short-term MA performance, using Canadian data. Canada is a well-developed country, with an intensive MA market. However, it differs from the U.S. because the Canadian industry is concentrated in minerals and financials industries. Furthermore, the Canadian antitrust rules are less constrained and extended for merging firms. Finally, anti-takeover laws are less developed in Canada. Besides, we also consider both Canadian and U.S. targets. This article is one of the few studies available that examine Canadian cross-border acquisitions. Second, we include in our sample the MA wave of the late 1990s and 2000s, the most significant ever, both in terms of numbers and value, and the recent financial crisis period, which represents an interesting framework to examine. Third, examining the short term price reaction of MA announcements, we include the determinants of MA wealth creation, reported by the recent studies.

Consistent with the literature, our results suggest that MA announcements result in a wealth creation for acquiring and target firms' shareholders. Furthermore, the MA announcement affects positively the abnormal returns of the U.S. target firms' rivals. Conversely, the acquiring firms' competitors are influenced negatively by information. The rest of this article is organized as follows: In Section 3.2, we present a review of the literature and develop the hypotheses for our empirical tests. We describe the data and method in Section 3.3. In Section 3.4, we discuss the empirical results. In Section 3.5, we conclude.

3.2 Background and Hypotheses Development

3.2.1 Short-term Price Reactions

Empirical studies find returns close to zero or even negative around the MA announcements for U.S. firms that acquire public targets (Jensen and Ruback, 1983; Mulherin and Boone, 2000; Andrade et al., 2001; Fuller et al., 2002), while Canadian bidders earn positive average announcement period abnormal returns. Eckbo and Thorburn (2000) consider a Canadian sample of 1,846 acquisitions over the period 1964-1983 and find that domestic bidders earn significantly positive average announcement period abnormal returns. The literature on the Canadian MA market argues that the gains experienced by acquiring firms are due to the weakness of anti-takeover regulations. Yuce and Ng (2005), using a Canadian sample of MA between 1994 and 2000, find that the acquiring company shareholders earn significant and positive abnormal returns for a two-day holding period starting with the announcement day. Ben-Amar and André (2006) find that the announcement period abnormal returns for Canadian acquiring firms are positive over the 1998-2000 period and that the positive abnormal returns are greater for family controlled firms. Using a sample of 989 acquiring firms, Dutta and Jog (2009) find significant and positive cumulative abnormal returns around the announcement date (1.6% over a six-day period surrounding the announcement).

Hypothesis 1.a.: We expect a positive market reaction for public bidding firms around MA announcements.

Target shareholders earn significantly positive abnormal returns from acquisitions. Using a sample of 332 targets listed on the TSE, Eckbo and Thorburn (2000) find that their cumulative abnormal returns are 3.59% during the announcement month. Yuce and Ng (2005) find a wealth creation for target firms' shareholders, suggested by the cumulative abnormal returns of 7.69% over a five-day period around the announcement.

Hypothesis 1.b.: We expect a positive market reaction for public target firms around MA announcements.

3.2.2 Short-term Price Reactions of Rivals

We analyze the theoretical and empirical studies on the stock market reactions of rival firms to MA announcements (Eckbo, 1983; Stillman, 1983; Eckbo and Wier, 1985; Aktas et al., 2004a). The expected impact of MA news on rival firms' returns is mixed.

Theories on Value Creation

Market Power Hypothesis Coordination of the actions of companies is a natural process, with the aim of collectively and individually increasing their profits. This coordination could be related to either a reduction in production and/or an increase in price, defining a tacit or an explicit collusion agreement among the competitors. MAs also trigger a reduction in costs for the new entity. The collusion hypothesis suggests that the horizontal mergers facilitate the collusion with the remaining companies. The reduction of competition will increase the market power and thus the expected cash flows, benefiting to the merging and rival firms. Henceforth, companies involved in the collusion benefit from monopoly rents and will collect positive abnormal returns at the merger announcement (Eckbo, 1983). Furthermore, the creation of wealth could be bigger for rivals because they are not obliged to reduce on their production to respect the collusion. The shareholders of the rival firms will benefit from the merger by adopting a free rider strategy. Indeed, Stigler (1950) was the first researcher to study the MAs spillovers for merging firms as well for rivals. Stigler argues that if the industry is concentrated, then it is more profitable to be an outsider because it sells at the same price but have a much larger output. Salant et al. (1983) also find that the increase in production by rivals will reduce insider profits. However, even if companies have interest to reduce the production, they also have an incentive to cheat. This diverting behavior leads firms to also increase their production.

Using a sample of 259 horizontal and vertical mergers over a 1963-1978 period, Eckbo (1983) tests the collusion hypothesis. He also examines the wealth creation for

bidding, target, and rivals shareholders at the announcement of antitrust complaint. Eckbo finds that the rivals of the 65 horizontal challenged mergers have positive abnormal returns at the merger proposal announcement. While the subsequent information about the antitrust complaint triggers negative abnormal returns for merging firms, Eckbo observes that the rivals gain positive abnormal returns. These results are not consistent with the collusion hypothesis. Eckbo and Wier (1985) examine 82 horizontal challenged mergers between 1963 and 1981. Around a probability-decreasing event, Eckbo and Wier find no evidence of significant abnormal returns for rivals, although these events destroy value for the merging firms' shareholders. Eckbo and Wier conclude that their results are inconsistent with the collusion hypothesis. Using a sample of 192 targets involved in terminated mergers over a 1987-1996 period, Akhigbe et al. (2000) find that rivals gain significantly an average of 0.28% over the three-day MA announcements windows. Their results are inconsistent with the market power.

The literature on market power underlines several characteristics of industry or company related to the existence of collusion. These determinants are linked to the emergence of collusion or its survival. Firms collude only if (i) they expect an increase in price and could maintain a high price; (ii) the possible incurred penalties are lower than the expected gains; (iii) the setting up is lower than expected gains. Several factors influence a low cost of setting up: concentration (Hay and Kelley, 1974; Slade, 1989), the fewness of competitors numbers (Hay and Kelley, 1974), product homogeneity (Hay and Kelley, 1974), the variability in demand (Spence, 1978), the atomicity of demand request (Spence, 1978), the business conditions (Haltiwanger and Harrington, 1991). Finally, barriers to entry and to exit also pull an outbreak of the collusion (Glais, 1993).

Signaling Hypothesis MA announcements could contain information about a process innovation or a technological innovation which makes the cost-efficiencies possible (Jarrell and Bradley, 1980; Chatterjee, 1986). MA announcement could represent a signal regarding to innovation or productivity that can also be exploited by rival firms regardless of whether they are involved in a merger. Thus, competitors' stock prices could increase at an MA announcement if the stock market deduces that rivals could realize efficiency gains through future mergers. Recently, studies investigate how MA announcements convey information about the increase in the rivals' likelihood to be

targeted (Akhigbe et al., 2000; Song and Walkling, 2000). Using a sample of 192 targets involved in terminated mergers over a 1987-1996 period, Akhigbe et al. (2000) find that the termination of the merger results in significant negative returns for targets, but rivals experience significant positive returns because the termination signals an increase in the probability that rival firms will become acquisition targets. Their results are thus consistent with the signaling effect hypothesis. Moreover, Song and Walkling (2000) suggest from their acquisition probability model that the rivals of target firms earn abnormal returns. Song and Walkling argue that the probability to be targets themselves increases. Their model thus explains the distribution of abnormal returns of target firms' rivals. An MA announcement increases the probability that rivals will become takeover targets. Using a sample of 141 acquisition announcements containing 2,459 rivals, over a 1982-1991 period, the authors find that the abnormal returns to rivals are 0.56% with 63.1% of positive values. Moreover, they find that the abnormal returns to rival firms tend to increase with the magnitude of surprise about an acquisition. Previous studies observe that concentration ownership affects the probability to be targeted (Walkling, 1985; Shleifer and Vishny, 1986; Mikkelsen and Partch, 1989; Song and Walkling, 1993; Goldman and Qian, 2005).

Agency Costs MAs lead a competitive process by which the assets of poorly managed firms are transferred to firms with a better management (Dewey, 1961; Manne, 1965). When an MA is announced into an industry, rivals' CEOs decrease the agency costs in order not to lose their independence (Jensen, 1986; Shleifer and Vishny, 1988). Using a sample of 2,437 rivals for 218 hostile takeover attempts during the 1984-1997 period, Servaes and Tamayo (2005) examine how rival firms react when a firm deals with a control threat. They find that rivals gain 0.55% when the control threat is announced. Furthermore, Servaes and Tamayo observe that after control threat, rival firms increase leverage, cut capital expenditures, reduce their cash balances and free cash flows, and adopt more anti-takeover defenses. Moreover, the stock price reaction is higher for rivals with high free cash flow, high capital expenditures, and low insider ownership. Servaes and Tamayo argue that the control threat leads to a reduction in the agency costs of the rival firms. Moreover, the decisions of MAs could come from non-synergistic motivations, such as hubris, which represents an opportunity to rivals to enhance its

competitiveness compared with the merging firms. Therefore, rivals are likely to gain when merging firms lose (Chatterjee, 1986).

Buying Power Hypothesis Under the buying power hypothesis, a cost-efficient production allows the merging firms to sell the product at a lower price than their rivals. Then, the MA operations could also reduce the demand for factor inputs, thus decreasing factor prices and saving substantial costs (Fee and Thomas, 2004).

Hypothesis 2.a.: We expect a positive market reaction for public bidding firms' rivals around MA announcements.

Hypothesis 2.b.: We expect a positive market reaction for public target firms' rivals around MA announcements.

Theories on No Value Creation

Predatory Pricing Strategy The predatory pricing model suggests that merging firm could engage in predator conduct (Eckbo and Wier, 1985). This strategy drives the merging firms to determine a price below the cost. Rival firms could lose following the price wars driven by the merging firms. The objective of this strategy is to eliminate competition across the industry if rivals cannot apply the same strategy without losing cash. Therefore, rivals' stock prices could decrease. After the price war, merging firms could go on to increase price. Prior literature underlines some determinants of a predatory policy. Firms conducting a predatory pricing behavior have an excess of cash flows to cope with a decrease in profit. Moreover, growth industries do not engage in predatory price strategy because they would not have enough financial resources to adopt this behavior. The age of the firm also affects the probability to cope with a predation strategy. Indeed, the young firms suffer more from the predation strategy. However, using an experimental design, Isaac and Smith (1985) find no evidence of predatory behavior.

Competitive Hypothesis Under the competitive hypothesis, merging firms possess sufficient advantages to be more competitive than their competitor (Chatterjee, 1986;

Akhigbe et al., 2000). A cost-efficient production allows the merging firms to sell the product at a lower price than can its rivals. If rival firms do not launch a similar process, they suffer from an economic efficiency disadvantage. Competitors thus experience a negative stock price reaction.

Hypothesis 2.c.: We expect a negative market reaction for public bidding firms' rivals around MA announcements.

Hypothesis 2.d.: We expect a negative market reaction for public target firms' rivals around MA announcements.

3.2.3 Main Potential Determinants of Short-term Price Reactions

MA announcements affect the wealth creation for merging firms' shareholders. In this section, we describe the determinants affecting the wealth creation to MA announcements for target, acquiring, and rival firms.

Acquiring firm size

Previous studies find that the size of the bidding firms affect their performance (Schwert, 2000). Large acquiring firms cumulate lower abnormal returns. Using a sample of more than 12,000 deals announced between 1980 and 2001, Moeller et al. (2004) examine the cumulative abnormal returns of acquiring firms according to their size. Moeller et al. show that firm size negatively affects the short run performance of acquiring firms whatever the target status. The authors also find that shareholders of bidding firms gain 1.10% on a three-day event period, with large firms do not have significant abnormal returns whereas small firms create value. Moreover, they present that in terms of dollars, the cumulative abnormal returns are -25.2 millions of dollars. They thus suggest that the value destruction, underlined by the literature, is only valid for large acquiring firms. Furthermore, studies observe that relative size between the acquiring and target firms is positively related to short-term performance of bidding firms (Asquith et al., 1983; Jarrell and Poulsen, 1989b; Servaes, 1991).

Hypothesis 3.a.: We expect a positive market reaction for small bidding firms around MA announcements.

Target Status

Prior literature indicates that low liquidity of private target firms reduce their acquisition price (Fuller et al., 2002; Moeller et al., 2004). Previous studies observe small positive abnormal returns for the bidding firms when they acquire a public target firm (Chang, 1998; Hansen and Lott, 1996; Fuller et al., 2002; Moeller et al., 2004). Ben-Amar and André (2006) confirm this result on the Canadian MA market. They find a 2.10% gain for bidding firms' shareholders when they acquire private target firms, whereas they lose when they buy a public target firm. Faccio et al. (2006) also confirm this result by controlling for the ownership structure.

Hypothesis 3.b.: We expect a positive market reaction for bidding firms around MA announcements implying private target firms.

Form of Payment

The payment of the deal can take different forms, such as cash, stocks, or a mixed of both. The choice of the payment's method could send a signal to the stock market on the acquiring firms' value. A stock payment could reflect an overvaluation of acquiring firms' stock prices and drive stock markets to react negatively. Furthermore, managers of acquiring firms, possessing privileged information on the true value of their firm will choose the most appropriate form of payment. The literature has analyzed the impact of the payment form on the cumulative abnormal returns for acquiring firms (Myers and Majluf, 1984; Travlos, 1987) and target firms (Huang and Walkling, 1987). Using a sample of 167 mergers and acquisitions, from 1972 to 1981, Travlos (1987) finds that the abnormal returns of acquiring firms are smaller for stock deals (-1.6%) than cash deals (-0.13%). This result is consistent with Amihud et al. (1990); Brown and Ryngaert (1991); Servaes (1991); Andrade et al. (2001); Moeller et al. (2004). In Canada, Ben-Amar and André (2006) find that cash transactions outperform other types of transactions. However, Hansen (1987) suggests that the acquiring firms should pay their

transactions by stock when the information asymmetry with the target firms is high to share the operational risk. Recently, Officer et al. (2009) confirm this observation.

Hypothesis 3.c.: We expect a positive market reaction for bidding firms around MA announcements for cash deals.

Other Determinants

Deal Form Potential buyers could choose to either negotiate with the managers of the target or to make a tender offer to shareholders. Public takeover bids do not require approval by the board of the target and are therefore quicker. The offer implies a price superior to the market price. Moeller et al. (2004) indicate that the bidding firms experience more gains with a tender offer.

Hostility A target that receives a takeover bid can either accept the transaction or reject it aggressively. If the target firm rejects it aggressively, the deal is characterized as hostile. A hostile reaction is intended to prevent the acquisition or initiate negotiation for a better offer (Schwert, 2000). Schwert (2000) suggests that the hostile deals decrease the probability of success of the transaction. Nonetheless, Schwert concludes that a manifestation of hostility seems to be mainly linked to strategic negotiation. Since the end of the 1980s, the number of hostile deals has been reduced. Using a sample of transactions, from 1975 to 1996, and five definition of hostility, Schwert (2000) finds that the hostile deals have small abnormal returns. However, Moeller et al. (2004) do not find significant evidence of the relationship between hostility and abnormal returns around the acquisition announcements.

Competition Competition is frequent in MAs market (Schwert, 2000; Bange and Mazzeo, 2004). Prior literature analyzed competition among potential acquirers and its effects on the acquisition value creation (Bradley et al., 1988; Servaes, 1991; Schwert, 1996; Fuller et al., 2002). Bradley et al. (1988) find that the wealth transfer from bidding firms' shareholders to those of target firms decreases with the number of buyers. Using a sample of 236 transactions from 1963 to 1984, Bradley et al. observe that the acquiring firms' cumulative abnormal returns are -1.45% for deals with competition and

0.65% for non competitive deals, on a three-day event window. Regarding target firms, the authors also find cumulative abnormal returns of 22.01% with multiple buyers and only 20.74% with only one bidder. Bradley et al. explain this result by the reduction of the attractive characteristics of target firms. This result is consistent with Servaes (1991). Examining 704 acquisitions over the 1972-1987 period, Servaes finds that the abnormal returns of target firms increase when there are multiple potential acquirers with a gain of 30.53% (20.83% for single buyer deal), although they are smaller for acquiring firms with a loss of 2.97% (-0.35% for single buyer deal).

Relatedness The literature indicates that relatedness creates more value (Ravenscraft and Scherer, 1987; Kohers and Kohers, 2000). The merging firms save cash when they exploit the same market. However, empirical results find no evidence for acquiring firms (Morck et al., 1990 in U.S., Ben-Amar and André, 2006 in Canada).

Cross-Border Deal The theory of corporate multinationalism predicts an increase in the firm's market value from the expansion of its existing multinational network (Doukas and Travlos, 1988). Moreover, in a cross-border deal, the merging firm could exploit market imperfections in outside markets (Eun et al., 1996). Using a sample of 383 cross-border deals and 4,046 domestic transactions, Moeller and Schlingeman (2005) find evidence of underperforming cross-border MAs. From a sample of 327 acquiring firms, Ben-Amar and André (2006) indicate that the cross-border deals have a significant positive impact on abnormal returns. However, integration costs and cultural issues qualify these gains. Eckbo and Thorburn (2000) also find that Canadian acquirers do better than U.S. acquirers.

3.3 Data and Method

3.3.1 Data

Our sample comes from the Securities Data Company's (Securities Data Company (SDC)) database. We select public Canadian acquiring firms with announcement dates between

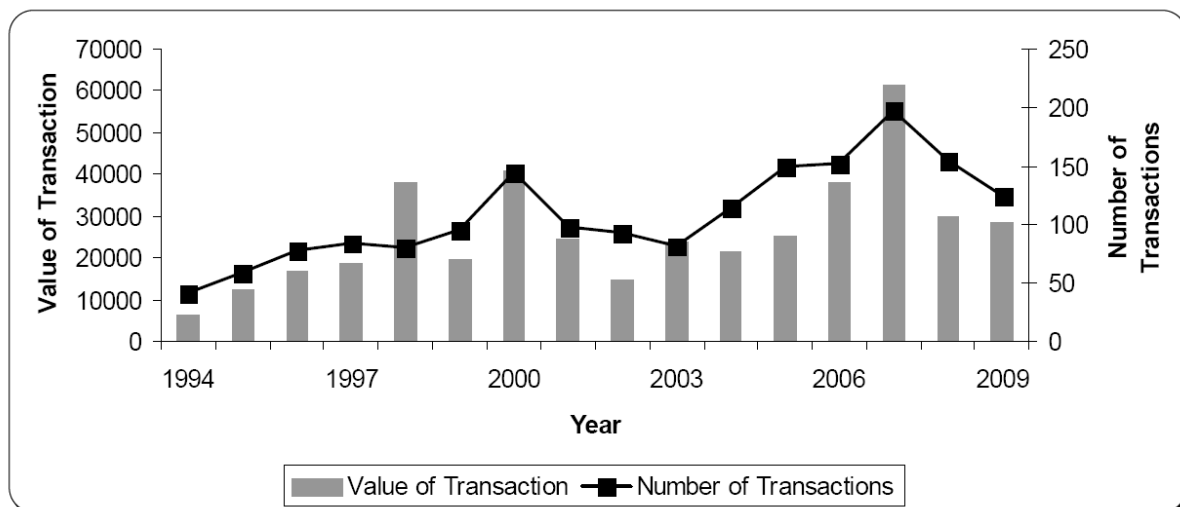
January 1, 1994 and December 31, 2009. We require that (1) the transaction is completed, (2) the deal value is greater than \$5 million, (3) the target firm's nation is Canada or United-States. Our final sample contains 1748 acquisitions announcements. In Table 3.1, we present the top 10 transactions in our sample. We observe that six deals are cross-border and imply U.S. firms. These operations justify the inclusion of U.S. target firms into our sample. Moreover, the biggest deal was announced on March 23, 2009, when Suncor Energy Inc. and Petro-Canada, two oil Canadian firms, proposed to create the country's largest energy company.

Table 3.1: Descriptive Statistics of Top Deals

We present the top deals between January 1, 1994, and December 31, 2009 from a sample of 1748 completed including a public Canadian acquiring firm.

Date Announced	Date Effective	Acquirer Name	Target Name	Target Nation	Value of Deal (mil. US \$)
23/03/2009	03/08/2009	Suncor Energy Inc	Petro-Canada	Canada	15,582
29/07/2008	30/10/2008	Teck Cominco Ltd	Fording Canadian Coal Trust	Canada	13,599
28/09/2003	28/04/2004	Manulife Financial Corp.	John Hancock Finl Svcs Inc	U.S.	11,063
31/10/2005	15/03/2006	Barrick Gold Corp.	Placer Dome Inc	Canada	10,209
15/06/1998	31/08/1998	Northern Telecom Ltd	Bay Networks Inc	U.S.	9,269
31/08/2006	04/11/2006	Goldcorp Inc	Glamis Gold Ltd	U.S.	8,670
02/10/2007	31/03/2008	Toronto-Dominion Bank	Commerce Bancorp, NJ	U.S.	8,638
28/07/2000	05/10/2000	Nortel Networks Corp.	Alteon Websystems Inc	U.S.	7,057
15/06/1998	10/11/1998	Teleglobe Inc	Excel Communications Inc	U.S.	6,407
27/01/2002	05/04/2002	PanCanadian Energy Corp.	Alberta Energy Co Ltd	Canada	6,097

Figure 3.1: Number of Transactions and Dollar Value of Transactions (in Millions of U.S. dollars)



In Figure 3.1, we plot the number of acquisitions and the total dollar value of transactions by year. We notice a positive trend in MA activity during the event period. However, we observe two slowdowns in 2001 (the dot.com bubble) and in 2008 (the financial crisis). The MA activity is consistent with the overall MA market as highlighted by Bauguess and Stegemoller (2008); Kau et al. (2008). In Table 3.2, we report the summary statistics according to the characteristics of the deal, acquiring, and target firms of our 1748 acquisitions sample. We find 299 (17.10%) cash payments, 589 stock payments (33.69%), and 860 (49.19%) mixed payments. The breakdown between friendly and hostile transactions is consistent with prior studies. Only 34 (1.94%) transactions are classified by the SDC as being hostile or neutral, while 1714 (98.06%) are classified as friendly. We observe 298 (17.04%) tender offers. 790 (45.19%) of all transactions are between firms with the same primary SIC codes (4 Digit code). Regarding the bidding firms' characteristics and as expected, 46.51% of the 1748 transactions in Canada are in the resource industries. The rest of the transactions are distributed across several industries. Regarding the target firms' characteristics, 389 (22.25%) involve a U.S. target firms. We also note 854 (48.85%) transactions implying a public target firm. Moreover, we create three categories of deal size: Less than \$10 millions, between \$10 millions and \$100 millions, and more than \$100 millions. Half of transactions concern deals between \$10 millions and \$100 millions (909). Finally, we also associate acquiring firms according to its size. We define small acquiring firms in a given year to be firms whose capitalization is below the 25th percentile of TSX firms that year, medium acquiring firms in a given year to be firms whose capitalization is between the 25th and the 75th percentile of TSX firms that year, and large acquiring firms in a given year to be firms whose capitalization is above the 75th percentile of TSX firms that year. The distribution of the sample shows that half of acquirers are small companies.¹²

¹² We lose data due to their unavailability.

Table 3.2: Sample Distribution by Announcement year

The sample contains all completed Canadian mergers and acquisitions between January 1, 1994, and December 31, 2009, listed on SDC where the publicly traded acquiring firm control of a public, private, or subsidiary target whose transaction value is at least \$5 million.

Category	Determinants	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	All
All		41	59	78	84	81	95	145	98	93	82	114	150	152	197	155	124	1748
Transaction																		
<i>Deal Size</i>	Less Than \$10 mil.	10	11	16	12	19	14	32	16	26	18	28	40	18	42	36	22	360
	\$10-\$100 mil.	25	32	38	41	36	48	72	51	49	45	57	80	87	93	86	69	909
	More Than \$100 mil.	6	16	24	31	26	33	41	31	18	19	29	30	47	62	33	33	479
<i>Form</i>	Merger	35	54	69	80	67	84	137	87	82	77	108	136	136	179	139	119	1589
	Acq. Maj. Int.	6	5	9	4	14	11	8	10	11	5	6	14	16	18	16	5	158
	Exchange Offer							1										1
<i>Relatedness</i>	Related	18	28	31	37	33	33	53	42	45	31	51	82	76	92	74	64	790
	Unrelated	23	31	47	47	48	62	92	56	48	51	63	68	76	105	81	60	958
<i>Payment Method</i>	Cash Only	9	12	14	16	15	16	24	18	19	15	18	25	17	44	26	11	299
	Stock Only	9	14	18	21	19	31	43	40	29	30	46	46	50	66	63	64	589
	Mixed	23	33	46	47	47	48	78	40	45	37	50	79	85	87	66	49	860
<i>Attitude</i>	Friendly	38	55	78	83	72	94	143	97	93	82	114	148	151	195	150	121	1714
	Hostile	3	4		1	6	1					1						16
	Neutral				3		2	1				1	1	2	5	3		18
<i>Tender Offer</i>	Yes	10	18	22	30	25	30	45	25	15	6	12	5	8	22	13	12	298
	No	31	41	56	54	56	65	100	73	78	76	102	145	144	175	142	112	1450
Acquiring Firm																		
<i>Acq. SIC</i>	10 - Minerals	20	31	40	34	24	24	49	32	40	35	50	77	87	95	86	89	813
	20 - 39 Manufacturing	7	10	10	13	19	18	29	12	17	18	19	13	18	20	20	7	250
	40 - Communications	4	6	5	9	13	10	16	10	4	5	4	7	5	15	6	2	121
	50 - Trade	1	2		2	2	3	2	2	3	2		4	6	6	4		39
	60 - Financial	3	6	14	16	7	21	18	27	15	12	26	27	24	42	30	19	307
	70 - 89 Services	6	4	8	9	13	17	30	15	14	8	15	18	9	17	9	5	197
	90 - Public Adm.										1		1	2				4
	Unknown			1	1	3	2	1			1		3	1	2		2	17
<i>Size Category</i>	Large	5	6	12	8	15	16	23	17	6	9	7	8	7	15	13	7	174
	Medium	11	21	30	22	27	24	40	26	26	17	22	20	22	30	21	19	378
	Small	3	5	5	19	12	20	41	34	47	43	64	101	110	135	111	93	843
Target Firm																		
<i>Cross-Border</i>	Canada	28	43	58	60	58	75	96	75	72	53	92	131	123	159	123	113	1359
	United-States	13	16	20	24	23	20	49	23	21	29	22	19	29	38	32	11	389
<i>Target Status</i>	Priv.	10	14	16	24	20	30	64	33	40	34	46	76	80	84	69	45	685
	Public	22	36	44	48	54	52	69	56	42	33	52	55	59	97	66	69	854
	Sub.	9	9	18	12	7	13	12	9	11	15	16	19	13	16	20	10	209

3.3.2 Method

Event Study Methodology

We calculate the abnormal returns using the event study methodology introduced by Fama et al. (1969). Abnormal returns can be estimated with three different models: the constant mean returns model, the market model, or the adjusted return risk market model. The measure of abnormal returns is robust to the choice of model (Brown and Warner, 1985). We estimate these abnormal returns over the three-day event window using market model benchmark returns with the S&P TSX60 index returns for Canadian firms and the Center for Research in Security Prices (CRSP) value-weighted index returns for U.S. firms:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\alpha_i + \beta_i R_{m,t}), \quad (3.1)$$

where $R_{i,t}$ indicates the return of stock i at time t , $R_{m,t}$ is the market return at time t , and $t = 0$ is the announcement date. We calculate the returns as follows: where $R_{i,t} = \ln(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}})$ is the price of stock i on day t . Following Brown and Warner (1985), we estimate the coefficients beta and alpha of stock i over the period from 300 days to 15 days before the acquisition announcement. Then, we estimate the cumulative abnormal returns for merging firms over the T trading days that surround the announcement dates $[-T \text{ days}; +T \text{ days}]$:

$$CAR_i = \sum_{t=-T}^T AR_{i,t}. \quad (3.2)$$

To test for statistical significance, we control for event-induced variance (Boehmer et al., 1991).

Definition of Rivals

To define a set of potential target competitors, we identify the industry classification of each firm, its size, and its market-to-book ratio. We define a rival as a company which is in the same industry and in the same size and market-to-book category.

Industry We classify firms according to their industry. For Canadian firms, we use the sector definition classified by Datastream. We consider a Canadian firm as a rival if one firm is in the same sector as the target firms. For U.S. firms, we use the SIC code (Akhigbe and Martin, 2000; Fee and Thomas, 2004). We prefer to use SIC code from CRSP than SDC due to matching issues (Kahle and Walkling, 1996), and it allows to take into account time-series variation in industry classification.

Size We adjust our definition of rivals using firm size. We calculate the annual quartiles of market capitalization into the industry. We consider a firm as a rival if one firm is in the same quartile category as the merging firms.

Market-to-Book Further, we adjust our definition of rivals using the market-to-book ratio. We calculate the annual quartiles of the market-to-book into the industry. We exclude individual outliers for market-to-book ratio where market-to-book is superior to 0.10 in absolute value (Baker and Wurgler, 2002). We consider a firm as a rival if one firm is in the same quartile category as the merging firms.

In Table 3.3, we present the descriptive statistics for the sample of rivals. We also provide the results according to industry. In Table 3.3 Panel A, we show the descriptive statistics for Canadian rivals. In Table 3.3 Panel B, we indicate the descriptive statistics for U.S. competitors.

We present the cumulative abnormal returns after grouping the rivals of each target firm into a value-weighted portfolio in which the weights are based on the market value at the announcement month. Then, we weigh each portfolio by the market value of the merging firm (either the acquiring firm for the acquirers' rivals or the target firm for the targets' rivals) to consider its size.

Table 3.3: Descriptive Statistics of Acquiring and Target Firms' Rivals

Industry	Acquiring Firms			Rivals Firms			Target Firms			Rivals Firms				
	N	Size	MtB	N	Mean	Size	MtB	N	Size	MtB	N	Mean	Size	MtB
Panel A: Canadian Firms														
All	576	2016	1.69	8421	14.62	1281	1.73	181	514	2.13	4594	25.38	973	2.13
Beverages	1	81	1.58	2	2.00	250	1.63	1	6	0.27	2	2.00	17	0.77
Chemicals	6	2363	1.78	16	2.67	2559	1.51	1	37	0.18	3	3.00	94	0.97
Construction & Materials	10	645	1.39	31	3.10	695	1.55	3	864	1.33	11	3.67	321	1.94
Electricity	4	1705	1.41	10	2.50	1591	1.69	1	536	1.11	8	8.00	1395	1.40
Electronic & Electrical Equipm	8	2771	2.14	28	3.50	940	2.62	1	261	2.43	4	4.00	4371	2.38
Food & Drug Retailers	2	8014	3.01	4	2.00	7828	2.56							
Financial Svcs.	19	1079	1.15	177	9.32	405	1.47	5	901	2.90	61	12.20	1104	3.44
Food Producers	4	858	2.20	13	3.25	622	2.65	2	117	0.81	6	3.00	130	-2.64
Forestry & Paper	7	1322	0.98	26	3.71	1347	1.23							
General Industrials	1	339	1.23	3	3.00	181	1.01							
General Retailers	10	588	2.53	46	4.60	433	2.06	2	68	1.03	11	5.50	480	1.34
Health Care Equipment & Svcs.	3	566	2.70	8	2.67	629	1.97	1	32	0.58	2	2.00	35	0.90
Household Goods & Home Constru	4	323	2.06	13	3.25	291	1.95							
Industrial Engineering	6	1397	2.18	27	4.50	780	1.93	2	440	1.40	10	5.00	1025	1.67
Industrial Metals & Mining	39	903	1.53	216	5.54	1359	1.60	10	666	2.97	95	9.50	2164	2.94
Industrial Transportation	4	6873	2.12	9	2.25	6587	2.09							
Media	18	472	1.55	70	3.89	374	1.70	5	669	3.00	20	4.00	2649	2.73
Mining	107	3779	1.70	2587	24.18	878	1.83	35	592	2.57	1630	46.57	859	2.63
Oil Equipment & Svcs.	33	1431	1.70	287	8.70	799	1.84	9	262	1.89	98	10.89	818	1.87
Oil & Gas Producers	203	1906	1.35	4432	21.83	1253	1.36	84	528	1.99	2523	30.04	917	1.94
Pharmaceuticals & Biotechnolog	11	534	2.73	61	5.55	418	2.44	1	5	0.11	11	11.00	16	-0.53
Real Estate Investment Trusts	15	954	1.69	64	4.27	1273	1.82							
Real Estate Investment & Svcs.	9	3514	1.36	40	4.44	1911	1.48	6	660	1.43	22	3.67	1354	1.97
Software & Computer Svcs.	21	864	2.67	90	4.29	502	2.55	5	158	2.69	27	5.40	186	2.10
Support Svcs.	17	729	2.61	110	6.47	631	2.23	3	60	2.01	32	10.67	81	3.41
Technology Hardware & Equipmen	7	346	3.41	26	3.71	15546	3.62	1	38	0.98	3	3.00	23	0.70
Fixed Line Telecommunications	3	15192	2.44	6	2.00	5781	2.89							
Travel & Leisure	4	1169	3.84	19	4.75	1246	3.46	3	489	2.38	15	5.00	560	2.38

Industry	Acquiring Firms			Rivals Firms			Target Firms			Rivals Firms				
	N	Size	MtB	N	Mean	Size	MtB	N	Size	MtB	N	Mean	Size	MtB
Panel B: U.S. Firms														
All	21	442	2.28	152	7.24	572	2.59							
Crude Petroleum & Natural Gas	1	1418	3.49	2	2.00	807	3.92							
Drilling oil & Gas Wells	1	1090	1.44	2	2.00	653	1.55							
Operative Builders	1	2358	1.84	1	1.00	2731	1.06							
Computer & Office Equipment	2	112	1.40	9	4.50	72	1.35							
Telephone & Telegraph Apparatus	1	89	1.21	1	1.00	156	1.17							
Miscellaneous Manufactures	1	13	4.59	1	1.00	9	5.68							
Professional & Commercial Equipment	2	66	1.46	2	1.00	66	1.96							
Chemicals & Allied Products	1	12	0.30	1	1.00	7	0.74							
Real Estate Investment Trusts	2	841	3.13	18	9.00	938	2.57							
Computer & Data processing Svcs.	5	233	2.47	87	17.40	457	2.87							
Prepackaged Software	3	301	2.53	26	8.67	1029	3.75							
Health & Allied Svcs.	1	192	3.07	2	2.00	130	2.90							

3.4 Empirical Results

3.4.1 Cumulative Abnormal Returns to Acquiring and Target Firms

In Table 3.4, we present the stock market reaction to MA announcement for acquiring and target firms (Canadian and U.S.) over several event periods.

In Panel A of Table 3.4, we observe positive cumulative abnormal returns for acquiring firms, regardless of the event window. Specifically, we find positive and significant cumulative abnormal returns of 2.45%, over a three-day period surrounding the announcement. Consistent with previous studies, we confirm Hypothesis 1.a. However, we should say that it diverges from U.S. evidence in which the acquiring firms experience wealth destruction. The Canadian regulation and the absence of strict anti-takeover rules could explain these differences in results. To test the impact of outliers, we exclude the first and the last percentile of the cumulative abnormal returns distribution. We observe that even if the cumulative abnormal returns are reduced, they are still positive and significant. To address the cross-sectional dependence problem induced by overlapping observations, we compare the cumulative abnormal returns of the first deal to those of overlapped subsequent transactions. If acquisitions occur within the current year of a previously included acquisition by the same firm, we class them in More Than One Deal category, First Deal otherwise. We observe that the majority of the wealth creation is concentrated in the first deal, whereas the following transactions do not imply positive and significant cumulative abnormal returns. These results are consistent with Fuller et al. (2002) and Aktas et al. (2009). They thus suggest that from the second transaction, the MA announcements convey less information about the bidding firm than the first bid.

In Panel B of Table 3.4, we present the results for Canadian target firms. Consistent with the literature, the results indicate a wealth creation for shareholders. The cumulative abnormal returns are 14.22% over a three-day event period and are larger than for bidding firms. These results hold for different event windows and even after controlling for extremes values.

In Panel C of Table 3.4, we provide the stock market reaction for U.S. targets acquired by Canadian bidding firms. The results are similar to those of Canadian target

firms. The cumulative abnormal returns are 15.21% and statistically significant surrounding a five-day period. We valid Hypothesis 1.b. To further confirm this result, we examine different sizes for the event period. We also find positive and significant cumulative abnormal returns of 15.03% for the five days around the announcement. Then, we perform a sensitivity test on the outliers by eliminating values situated beyond the 1st and 99th percentiles. We still observe positive results of 15.68% (from an event window defined as the trading days [-5,+5] around the announcement).

Table 3.4: Cumulative Abnormal Returns

The sample contains all completed Canadian mergers and acquisitions between January 1, 1994, and December 31, 2009, listed on SDC where the publicly traded acquiring firm gains control of a public, private, or subsidiary target whose transaction value is at least \$5 million. CAR provides the cumulative abnormal returns (in percent) measured using the market model (S&P TSX60 for Canadian firms and CRSP Value-Weighted for U.S. firms).

	All		Without Outliers		First Deal		More Than One Deal	
	N	CAR	N	CAR	N	CAR	N	CAR
Panel A: Acquiring Firms								
CAR(0;0)	1353	0.27	1327	0.13	874	0.79***	479	-0.68***
CAR(-1;+1)	1376	1.67***	1350	1.02***	885	2.83***	491	-0.42*
CAR(-2;+2)	1376	2.55***	1350	1.71***	885	4.06***	491	-0.18
CAR(-3;+3)	1376	2.45***	1350	1.57***	885	4.01***	491	-0.37
CAR(-5;+5)	1377	2.77***	1351	2.01***	886	4.04***	491	0.49
CAR(-10;+10)	1377	1.93**	1351	1.38*	886	3.23***	491	-0.41
Panel B: Canadian Target Firms								
CAR(0;0)	508	9.88***	498	9.60***				
CAR(-1;+1)	522	12.92***	512	12.53***				
CAR(-2;+2)	522	13.91***	512	13.31***				
CAR(-3;+3)	522	14.22***	512	13.74***				
CAR(-5;+5)	522	15.56***	512	15.10***				
CAR(-10;+10)	523	16.61***	513	16.10***				
Panel C: U.S. Target Firms								
CAR(0;0)	91	9.72***	91	9.72***				
CAR(-1;+1)	106	14.30***	104	14.52***				
CAR(-2;+2)	106	14.97***	104	15.03***				
CAR(-3;+3)	106	14.87***	104	15.06***				
CAR(-5;+5)	106	15.21***	104	15.68***				
CAR(-10;+10)	106	16.30***	104	16.78***				

3.4.2 Cumulative Abnormal Returns to Merging Firms' Rivals

In Table 3.5, we present the cumulative abnormal returns for acquiring and target firms' rivals estimated over the eleven trading days that surround the announcement dates [-5 days; +5 days]. The choice of this window of eleven trading days helps us control for possible news leaks. It also allows more time to investors to gather additional information (Song and Walkling, 2000). We also report the determinants of the cumulative abnormal returns. Further, we test the collusion impact

on shareholders' gains. We expect that the most concentrated industries gain the highest cumulative abnormal returns. To proxy the industry concentration, we use the number of firms per industry. A concentrated sector corresponds to two or three firms contained in industry. Finally, we also define the surprise into industry estimating the first deal after a dormant period (Song and Walkling, 2000). We choose a dormant period of six months. We anticipate that the wealth creation is related to the degree of surprise in each industry. We will discuss results for acquiring, Canadian target, and U.S. target firms.

First, regarding buyers' rivals, we observe that they experience negative abnormal returns. The average cumulative abnormal returns of rivals' portfolios are -0.55% (statistic-t = -2.90). We valid Hypothesis 2.c. Among the determinants of this result, we also notice that shareholders mainly lose when (i) their rivals purchase private target firms (-1.78%), (ii) the bid is paid with mixed payment (-0.96%), and (iii) the deal value is less than 10 millions U.S. dollars (-1.43%).

Second, the rivals of Canadian target firms also experience losses, which support Hypothesis 2.d. We find negative cumulative abnormal returns and the wealth destruction is larger than for acquirers' rivals. We show that the cumulative abnormal returns are significantly negative -0.98% for target firms' rivals (versus -0.55% for those of acquiring firms). We indicate that the transaction value impacts negatively the short-term performance of rivals. Moreover, we provide that their cumulative abnormal returns decrease with the deal size, for example, we find that the cumulative abnormal returns are -1.09% for large transactions and 0.85% for medium deals. Moreover, the largest average cumulative abnormal returns occur when the transaction is hostile: 1.09% versus -0.96% (in friendly deals). Our results show no evidence of collusion effect. Indeed, more concentrated sectors destroy more value for rivals' shareholders.

Third, contrary to Canadian merging firms, the results indicate wealth creation for rivals of U.S. target firms. This result supports Hypothesis 2.b. On average, U.S. rivals target firms earn 3.61%. This positive impact of MA announcement increases with the relatedness of transactions and the deal size. Further, for tender bids, the cumulative abnormal returns are a statistically significant positive 4.95%. Consistent with the signaling hypothesis, the cumulative abnormal returns to portfolios of rivals are 3.67% during the first deal announcement, whereas the result is not significant at the following events.

Table 3.5: Cumulative Abnormal Returns of Merging Firms' Rivals

The sample contains all completed Canadian mergers and acquisitions January 1, 1994, and December 31, 2009, listed on SDC where the publicly traded acquiring firm gains control of a public, private, or subsidiary target whose transaction value is at least \$5 million. We present the eleven-days cumulative abnormal returns (in percent) measured using the market model (S&P TSX60 for Canadian firms and CRSP Value-Weighted for U.S. firms). We provide results after grouping the rivals of each target firm into a value-weighted portfolio.

Determinants	Acquiring Firms' Rivals	Can. Target Firms' Rivals	U.S. Target Firms' Rivals
All	-0.55**	-0.98***	3.61*
<i>Acquirer Size</i>			
Small	-0.04		
Medium	-0.17		
Large	-0.69		
<i>Deal Size</i>			
Less Than \$10 mil.	-1.43**	8.88	
\$10-\$100 mil.	-1.07***	0.85***	-1.04**
More Than \$100 mil.	-0.37	-1.09***	5.38*
<i>Target Status</i>			
Priv.	-1.78***		
Public	-0.51*	-0.98***	3.61*
Sub.	0.51**		
<i>Payment Method</i>			
Cash Only	0.17	-0.89	2.03
Mixed	-0.96***	-0.83	9.14*
Stock Only	-0.31	-1.09***	2.92
<i>Target Status vs Payment Method</i>			
Cash Only Priv.	0.34*		
Cash Only Publi	0.12	-0.89	2.03
Cash Only Sub.	0.56		
Mixed Priv.	-1.86***		
Mixed Publi	-1.24***	-0.83	9.14*
Mixed Sub.	0.56**		
Stock Only Priv.	-8.35***		
Stock Only Publi	0.10	-1.09***	2.92
Stock Only Sub.	-6.71		
<i>Target Nation</i>			
Canada	-0.54**	-0.98***	
United States	-0.55	.	3.61*
<i>Form</i>			
Merger	-0.49*	-0.97***	3.61*
Acq. Maj. Int.	-0.79	-1.30**	
<i>Related Acquisition</i>			
Related	-0.78**	-1.16***	7.38***
Unrelated	-0.23	-0.55	1.44
<i>Attitude</i>			
Friendly	-0.76***	-0.96***	3.61*
Hostile	2.86	1.09***	
Neutral	1.90**	-2.30	
<i>Tender Offer</i>			
Yes	0.23	-0.59	4.95**
No	-0.93***	-1.14***	3.05

Table 3.5 - Continued

Determinants	Acquiring Firms' Rivals	Can. Target Firms' Rivals	U.S. Target Firms' Rivals
<i>Surprise</i>			
First Deal	0.05	-0.92**	3.67*
Beyond First Deal	-0.64*	-1.01***	-1.70
<i>Number of Firms in the Industry</i>			
[2-3]	-0.52	-0.19	2.86
More than 3	-0.55	-0.98***	4.15

3.4.3 Further Evidence by Industry

In Table 3.6, we report the cumulative abnormal returns for rivals of merging firms according to industry.¹³ From Table 3.2, we show that most of the deals are in minerals, financials, and telecommunications, which is consistent with the Canadian economic structure. Focusing on these industries, we observe that they are more affected than the other industries. Specifically, we find that minerals industries experience wealth destruction. The average cumulative abnormal returns for rivals are -1.47% in mining industry and -1.51% in Industrial Metals & Mining industry. Regarding the target firms, we observe a cross-sectional variation of competitors' abnormal returns. Indeed, on one hand, Construction & Materials and Financial Services industries gain to MA announcements. On the other hand, the stock market mainly reacts negatively in minerals industries.

¹³ We exclude of from our sample industries with less than two competitors.

Table 3.6: Cumulative Abnormal Returns of Merging Firms' Rivals by Industry

The sample contains all completed Canadian mergers and acquisitions between January 1, 1994, and December 31, 2009, listed on SDC where the publicly traded acquiring firm gains control of a public, private, or subsidiary target whose transaction value is at least \$5 million. We present the eleven days cumulative abnormal returns (in percent) measured using the market model (S&P TSX60 for Canadian firms and CRSP Value-Weighted for U.S. firms). We provide results after grouping the rivals of each target firm into an equal-weighted portfolio.

Can. Industry	Acquiring Firms' Rivals	Target Firms' Rivals
Panel A: Canadian Firms		
Chemicals	6.05*	
Construction & Materials	0.61	4.76*
Electricity	0.46	
Electronic & Electrical Equipm.	-7.27**	
Food & Drug Retailers	2.17	
Financial Svcs.	0.23	3.85**
Food Producers	1.52	-1.09
Forestry & Paper	-0.44	
General Retailers	-2.23*	-2.38**
Health Care Equipment & Svcs.	-1.54	
Household Goods & Home Constr.	1.78	
Industrial Engineering	1.81*	-5.81
Industrial Metals & Mining	-1.51***	-1.77
Industrial Transportation	-0.83	
Media	-0.23	-2.80***
Mining	-1.47***	-1.95***
Oil Equipment & Svcs.	-0.09	-5.78***
Oil & Gas Producers	0.67***	-0.68**
Pharmaceuticals & Biotechnology	-1.29	
Real Estate Investment Trusts	0.47	
Real Estate Investment & Svcs.	-0.53	-1.70**
Software & Computer Svcs.	-2.98	-3.00*
Support Svcs.	0.06	0.42
Technology Hardware & Equipm.	-3.28**	
Fixed Line Telecommunications	-2.24*	
Travel & Leisure	-1.79	0.52
Panel B: U.S. Firms		
Computer & Office Equipment	.	-0.98
Professional & Commercial Equi.	.	-5.64
Real Estate Investment Trusts	.	-1.90
Computer & Data Processing	.	9.53
Prepackaged Software	.	1.80

3.4.4 Cumulative Abnormal Returns to Acquiring and Target Firms' Characteristics

In Table 3.7, we provide the cumulative abnormal returns for acquiring and target firms' rivals according to the bidding, target, and deal characteristics. We find that small acquiring firms perform significantly better than large firms when they make an acquisition announcement. When we consider the impact of the transaction value in the bidding firms' gains, we find that size has an impact on cumulative abnormal returns of acquiring firms. As in Moeller et al. (2004), we find that small deals experience significant wealth creation for acquirers' shareholders. This result supports Hypothesis 3.a. Moreover, we observe that bidding firms gain when buying a private target firm or subsidiary, while acquirers' shareholders lose when they purchase a public target firm (Hypothesis 3.b is confirmed). Fuller et al. (2002) note that the purchase of a private firm occurs in a relatively illiquid market, obtaining a discount price and higher returns. We also estimate the impact of the payment method on acquisition announcement returns. Consistent with previous literature, we observe positive cumulative abnormal returns for deals paid with cash (Hypothesis 3.c). Furthermore, we find that the wealth creation related to the target status is larger if the deal is paid with stock. Consistent with Fuller et al. (2002), our result shows that the cumulative abnormal returns are larger if the target is private and the deal paid in stock.

Table 3.7: Cumulative Abnormal Returns of Acquiring and Target Firms

The sample contains all completed Canadian mergers and acquisitions between January 1, 1994, and December 31, 2009, listed on SDC where the publicly traded acquiring firm gains control of a public private, or subsidiary target whose transaction value is at least \$5 million. CAR provides the eleven days cumulative abnormal percentage returns measured using the market model (S&P TSX60 for Canadian firms and CRSP Value-Weighted for U.S. firms.)

Determinants	Acquiring Firms		Target Can. Firms		Target U.S. Firms	
	N	CAR	N	CAR	N	CAR
All	1377	2.77***	522	15.56***	106	15.21***
<i>Acquirer Size</i>						
Small	828	4.95***				
Medium	374	-0.05				
Large	174	-1.47				
<i>Deal Size</i>						
Less Than \$10 mil.	274	6.86***	53	25.03***	4	1.25
\$10-\$100 mil.	715	2.92***	271	15.63***	33	11.73***
More Than \$100 mil.	388	-0.37	198	12.92***	69	17.69***
<i>Target Status</i>						
Priv.	551	6.70***				
Public	665	-0.63	522	15.56***	106	15.21***
Sub.	161	3.43***				
<i>Payment Method</i>						
Cash Only	240	1.95**	83	21.00***	52	16.30***
Mixed	684	1.86***	198	14.69***	32	15.84***
Stock Only	453	4.59	241	14.40***	22	11.74***
<i>Target Status vs Payment Method</i>						
Cash Only Priv.	75	4.46***				
Cash Only Public	130	0.49	83	21.00***	52	16.30***
Cash Only Sub.	35	1.96				
Mixed Priv.	309	3.18***				
Mixed Public	270	-0.77	198	14.69***	32	15.84***
Mixed Sub.	105	4.77**				
Stock Only Priv.	167	14.22***				
Stock Only Public	265	-1.05*	241	14.40***	22	11.74***
Stock Only Sub.	21	-0.82				
<i>Target Nation</i>						
Canada	1066	2.71***	522	15.56***		
United States	311	2.100**			106	15.21***
<i>Form</i>						
Merger	1246	2.86***	503	15.69***	103	15.55***
Acq. Maj. Int.	130	2.01	18	12.75	3	3.66
Exchange Offer	1	1.64	1	1.64		
<i>Related Acquisition</i>						
Related	614	2.25	317	12.99***	49	13.44***
Unrelated	763	3.20***	205	19.53***	57	16.74***
<i>Attitude</i>						
Friendly	1350	2.85***	508	15.33***	106	15.21***
Hostile	11	1.72	3	35.97		
Neutral	16	-2.53	11	20.39**		
<i>Tender Offer</i>						
Yes	212	-1.19	151	17.55***	33	21.59***
No	1165	3.50***	371	14.75***	73	12.33***

3.5 Conclusion of Chapter 3

Examining a sample of Canadian acquisitions between 1994 and 2009, we study the wealth creation for acquiring and target firms' shareholders to Canadian MA announcements. We also investigate the potential determinants of the stock market reactions. Further, we explore the impact of these announcements on the gains of the acquiring and target firms' rivals. The main results are as follows: First, we find wealth creation for both merging firms around the MA announcements. Second, we examine possible explanations for the performance of MA deals. Cash deals, acquisitions of private target firms, and transactions by small acquiring firms have a positive impact on value creation. Third, we find that Canadian rivals experience negative cumulative abnormal returns to MA announcements, while the U.S. rivals of U.S. targets benefit from this event. Although we provide some explanations for the performance of rivals to MA announcements in Canada, the characteristics of the Canadian industry lead for further analysis.

CHAPITRE 4 Acquisitions and CEO Power: Evidence from French Networks

4.1 Introduction

"Takeovers reflect individual decisions." – Roll, 1986, p. 199.

On June 20, 2000, Jean-Marie Messier, the Chief Executive Officer (CEO) of Vivendi, declared the acquisition of Seagram. However, investors reacted negatively and the announcement drove Vivendi shares down by 8.7%. In spite of the discord of financial markets, Jean-Marie Messier did not listen to the market and the deal was completed later on. In 2002, he was fired from Vivendi.

The above story sketches the major objective of this paper. What are the conditions under which CEOs are more willing to listen to investors? In this way, we examine the relationship between CEO power and the attention paid to market assessments. CEOs are elected to represent the shareholders' interests and thus shareholders have a right to expect that CEOs take into account their opinion in investment decisions. Managerial scandals seemingly have multiplied in recent years (e.g., Enron, WorldCom, Accor, Saint-Gobain, Société Générale, Fortis, etc.), prompting calls to establish a governance system that ensures the welfare of the shareholders. New rules of control attempt to limit personal incentives but they are not always sufficient to prevent them (Combs et al., 2007). This study aims to provide a better understanding of the corporate governance malfunction sources.

Market reactions to acquisition announcement can predict whether the bidding firm will complete it (Luo, 2005). According to Luo, firms have a higher incentive to learn from the market when it has more information than the companies have. Furthermore, Kau et al. (2008) also find that managers are likely to listen to the market reactions and tend to cancel investments to which the market reacts unfavorably, especially when agency costs are involved. Dye and Sridhar (2002) argue that financial markets can be better informed than managers themselves. However, managers consider their private information as superior to the aggregate public information set

(Roll, 1986). Indeed, Jennings and Mazzeo (1991) find that managers' decisions following an acquisition announcement are not consistent with their learning from financial markets.

Mergers and acquisitions (MA) are events over which managers have substantial impact. Moreover, MAs are among the most important investment decisions for any company, and there are various reasons to justify MA operations.¹⁴ However, empirical studies find returns close to zero or even negative around the MA announcements for firms that acquired public targets (Jensen and Ruback, 1983; Mulherin and Boone, 2000; Andrade et al., 2001; Fuller et al., 2002). If there is no value creation from MAs, why do acquiring firms still involve themselves in them? According to Morck et al. (1990), acquirers' managerial objectives may drive poor bidding firms performance.

The need for power determines the CEOs' motivations (Rovenpor, 1993). When CEOs establish an external growth policy, they want to build an empire (Rhoades, 1983; Schneider and Dunbar, 1992) from which they boost their career and extract financial or fringe benefits. In addition, they are in search of increasing their compensation (Wright et al., 2002). Besides, acquisitions provide opportunities to rig the results of the acquirer. If CEOs anticipate insufficient results, they can improve them by acquiring profitable firms (Shleifer and Vishny, 2003). Moreover, CEOs might decrease global risk by diversifying their firm (Morck et al., 1990). They might push firm investments toward assets that have some relationship with their abilities (Edlin and Stiglitz, 1995). By gearing their investments toward other sectors or specific partners, CEOs may strengthen their position in the firm. The resulting entrenchment may guarantee more security and more leeway to the CEOs, because dismissing such a CEO would be more expensive for shareholders (Shleifer and Vishny, 1989). Finally, Hubris could lead CEOs to overestimate their own competence (Roll, 1986), such that they believe they can manage target firm better than its current CEO (Gupta et al., 1997; Hayward and Hambrick, 1997). The illusion of control (Langer, 1975) may lead CEOs to overestimate the success of MAs, underestimate exogenous events, and become convinced that they can extract some benefits from the new entity. According to Malmendier and Tate (2005), overconfident CEOs overestimate their capacity to manage the firm, yet the

¹⁴ See Collis and Montgomery (1998) for the effects of synergy, Husson (1989) for the benefits of diversification, Myers and Majluf (1984) regarding the reduction of asymmetric information relative to financing, Mitchell and Mulherin (1996) for the management of industrial challenges, Bradley et al. (1983) about the under-valuation of target stock market prices, and Shleifer and Vishny (2003) and Rhodes-Kropf and Viswanathan (2004) for the asset evaluation resolution.

market does not approve such overconfident CEOs acquisitions, because they involve themselves in the purchase of firms for more than their market value. The CEOs who display such hubris often suffer the winner's curse (Roll, 1986). According to Brown and Sarma (2007), CEOs motivations are meaningful only if we consider CEO dominance, which reflects CEOs ability to convince stakeholders to follow the proposed direction or impose their point of view on them. Brown and Sarma highlight that MA activity is determined primarily by the CEO's power over the board.

The determinants of the degree to which CEOs listen to the market derive from Finkelstein's (1992) classification of CEO power, which distinguishes structural, ownership, expertise, and prestige powers. We expect that well-connected CEOs, i.e., with a high prestige power, are more willing to pursue a decision even if the market did not approve it. We consider the French context where CEOs are strongly well-networked through education, directorships, and non profit boards. We distinguish two formal types of French networks, the elite education and the directorship. Concerning the elite education, the major high schools to get to CEO function are École Nationale d'Administration (ENA) and Polytechnique (X). For the directorship, CEOs of French blue chips usually sit on each other boards. For example, Michel Pébèreau, the former CEO and the Chairman of BNP-Paribas, holds simultaneously several directorships in big French companies' board (e.g., Axa, EADS, Lafarge, Galerie Lafayette, and Total). Considering the conditions under which CEOs are more willing to listen to markets, we focus on acquisition decisions.

Using a sample of French acquisition announcements from 2000-2005, our results are consistent with Luo's (2005) result that the likelihood to complete a deal is determined by the market reaction. Secondly, we test the impact of the four types of power defined by Finkelstein (1992) on the probability to complete an acquisition according to the market reaction. Structural power is negatively associated to the probability to complete an acquisition that means that CEOs who cumulate functions pay less attention to the stock market reaction. Ownership power increases the CEO's degree of listening to the market. The more the CEO ownership level is, the more the CEO relies on the market signal. Our results also suggest that expertise power leads the managers to listen to the market. Finally, considering the strong networks of the French Elite Schools Alumni, we find that the well-connected CEOs are more likely to complete a deal in spite of a negative market reaction on acquisition announcement. It seems that a

private information access leads the CEO to discount the market signal when making acquisition bids.

Our results corroborate the dominance of social connections among managers (Burt, 2000). The well-connected CEOs access to private information and they are less affected by performance because of the protection obtained from their network (Nguyen-Dang, 2008). They are also more likely to associate with people to whom they are similar (McDonald et al., 2008) and take these similar acquaintances' advice to strengthen themselves in their choice. Thus, managers increase their self-confidence by confirming their beliefs according to their friends.

To our knowledge, few studies consider CEO power through acquisition activity. In recent research, Oler et al. (2007) and Bauguess and Stegemoller (2008) underline the CEO's impact on the firm's acquisition policy. These results do not allow us to conclude on the real CEO impact. Indeed, these studies take into account the number of acquisitions by year, this reflects more the firm's activity and not really the CEO impact. We propose an original empirical study concerning the characteristics of the French context, which provides a setting marked by the predominant role of CEOs and strong networks, both of which pertain to prestige power. From a practical perspective, our investigation also provides a better understanding of the role played by CEOs in acquisition decisions and offers some answers about information gathering behavior.

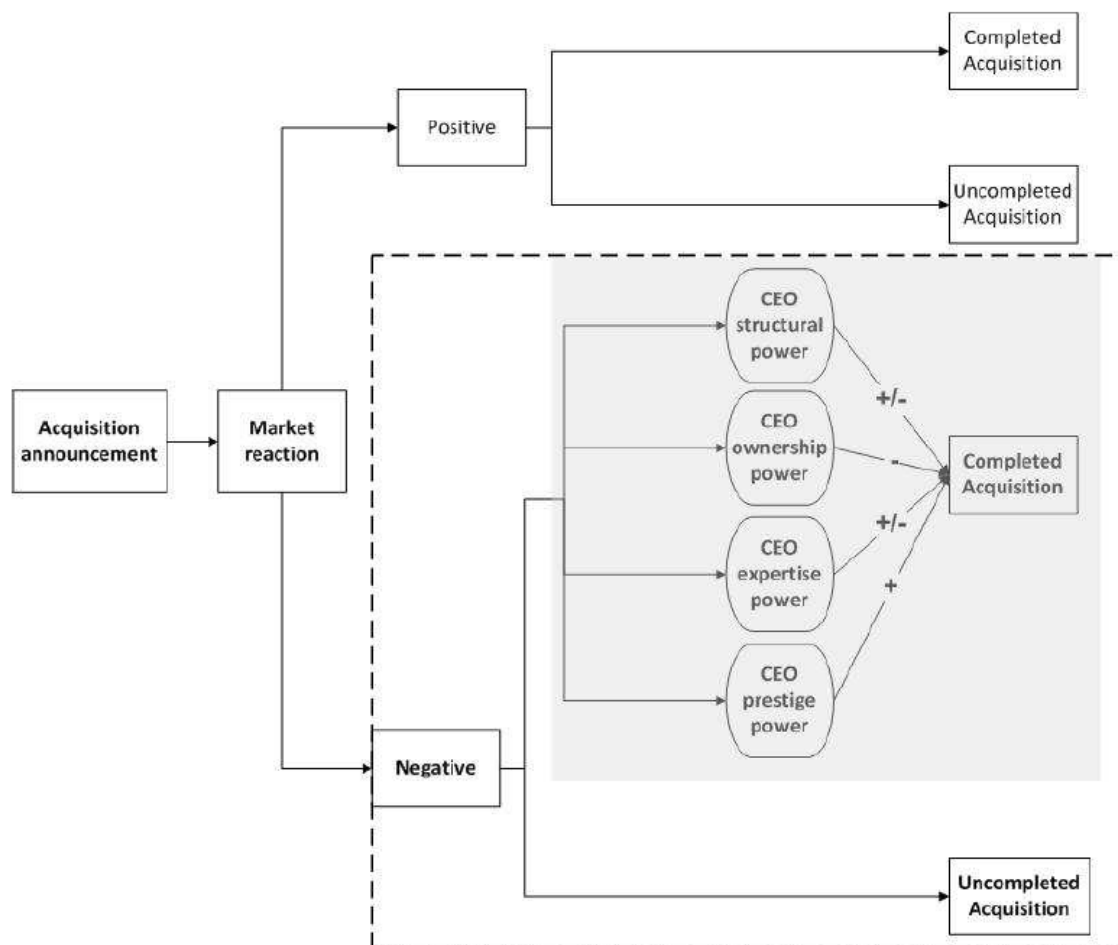
The remainder of this paper is organized as follows: In Section 2, we provide the hypotheses development. We present the data and method in Section 3, followed by our analysis of the empirical results in Section 4. Section 5 summarizes and offers some concluding remarks.

4.2 Hypotheses Development

Acquiring firms usually take into account investors' behavior (Luo, 2005) and particularly, CEOs listen to the market (Kau et al., 2008). We focus on the determinants of the degree to which CEOs listen to the market. Our aim is to determine what are the mechanisms which lead CEOs to be more receptive to the signals sent by investors. We define these determinants from the typology of Finkelstein (1992) who distinguishes structural, ownership, expertise, and prestige powers. We position our hypotheses on

the basis of this classification. Concerning ownership and structural power, our expectations are unequivocal. However, concerning structural and expertise powers, literature results are mixed. Therefore, predictions are ambiguous. We summarize our hypotheses in Figure 4.1.

Figure 4.1: Summary of Hypotheses



4.2.1 Structural Power

Structural power refers to CEO duality, i.e., the CEO is the CEO of the firm as well as the chairperson of the board of directors. CEOs may cope with criticisms and are considered responsible for unsuccessful decisions (Oler et al., 2007). They will be more prudent and avoid risky choice. Under this assumption, we expect that structural power influences negatively, *ceteris paribus*, the likelihood to consummate the deal when it caused a negative market reaction.

However, Baliga et al. (1996) suggest that CEO duality may avoid the dilution of the CEO leadership by reducing the probability of overlapping between the decisions and the objectives of the management and the board. Furthermore, Baliga et al. observe that CEO duality does not create a competition between the chairman of the board and the CEO. CEO duality reduces the governance control of the board. Therefore, CEOs who are also chairman of the board rely more on their beliefs and may be more overconfident. A high structural power leads CEO to not listen to the signals sent by the stock market.

Hypothesis 1: CEO structural power affects the probability of completing a deal that causes a negative market reaction at its announcement date.

Hypothesis 1': Under the decision making responsibility argument, we expect that CEO structural power decreases the probability of completing a deal that causes a negative market reaction at its announcement date.

Hypothesis 1'': Under the overconfidence argument, we expect that CEO structural power increases the probability of completing a deal that causes a negative market reaction at its announcement date.

4.2.2 Ownership Power

The CEO's own financial investment in the firm's capital implies that the managers may be directly involved in the corporate investment decisions. Managerial ownership contributes to internal mechanism to reduce agency costs, i.e., managers with a low ownership power maximize their own utility at the expense of the value creation of shareholders (Jensen and Meckling, 1976; Fama and Jensen, 1983). The relationship between the CEO behavior towards a negative market reaction at an investment announcement date and his ownership concerns is relatively intuitive. CEOs that are concerned by high ownership power have less diversified situation. Thus the more CEOs have assets in the firm; the more they will avoid risky strategy. Ownership power determines positively the degree to which CEOs listen to the market.

Hypothesis 2: CEO ownership power decreases the probability of completing a deal that causes a negative market reaction at its announcement date.

4.2.3 Expertise Power

Expertise power refers to the capacity to foresee, better and quicker than competitors, the market behavior. Experienced CEOs are more able to interpret market signals. Previous literature often considers tenure (Walters et al., 2007) and CEO prior acquisition experience (Oler et al., 2007). At the beginning of their careers, CEOs often hope to develop the firm, which implies adopting more risky strategies, without focusing necessarily on market reactions. Longer CEO tenure instead corresponds to a decrease in the CEO's propensity to acquire information about the process of acquisition, development, and growth (Hambrick and Fukotomi, 1991; Finkelstein and Hambrick, 1996; Audia et al., 2000; Kroll et al., 2003). Those CEOs who are about to retire, have an even higher risk aversion (Bertrand and Schoar, 2003). Moreover, a longer tenure may result in stronger control of the board. These elements all refer to the status quo of CEOs (Hambrick and Fukotomi, 1991; Finkelstein and Hambrick, 1996) and suggest that CEOs with a long tenure may not complete a deal to which the market reaction has been negative.

"There is little reason to expect that a particular individual bidder will refrain from bidding because he has learned from his own past errors. Although some firms engage in many acquisitions, the average individual bidder/manager has the opportunity to make only a few takeover offers during his career. They may convince themselves that the valuation is right and that the market does not reflect the full economic value of the combined firm." (Roll, 1986, p199). Then, we assume CEOs with high experience are more willing to trust on their judgment than on the market. They consider that they hold the know-how in MA field.

Hypothesis 3: CEO expertise power affects the probability of completing a deal that causes a negative market reaction at its announcement date.

Hypothesis 3': Under the risk-aversion argument, CEO expertise power decreases the

probability of completing a deal that causes a negative market reaction at its announcement date.

Hypothesis 3'': Under the know-how argument, CEO expertise power increases the probability of completing a deal that causes a negative market reaction at its announcement date.

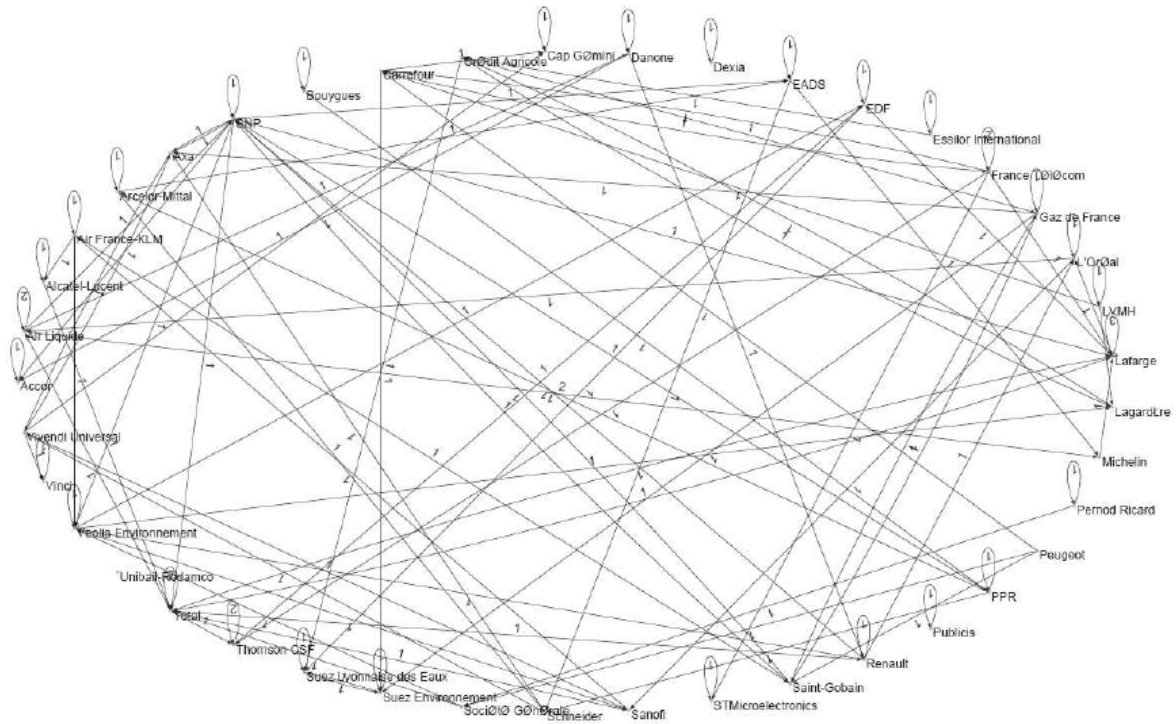
4.2.4 Prestige Power

Prestige power relates to the advantages that CEOs obtain from their social networks and connections, which play a considerable role in the boards' composition. The French CEO market is characterized by two managerial elites, namely, CEOs from the *École Nationale d'Administration* (ENA) and the *Polytechnique* (X). These schools provide the only access to ministerial secretary positions, which are very connected.¹⁵ These civil servants, regardless of the length of their careers, often get appointed to corporate boards or even take CEO posts in notable firms (Bauer and Bertin-Mouro, 1995). For example, a high-ranking civil servant of the French State has been recently appointed CEO of BPCE, one of the biggest European banks. The appointment of a high-ranking civil servant at the head of big French firms is frequent. In 2008, 50% of the CAC40 CEOs came from the ENA or X (Dameron, 2008). Education-based networks exist not only because of the comradeship during their studies but also as a result of the different meetings in which they participate for their title promotion or the entries in their address books. Moreover, by participating on other firms' boards, CEOs can extend their networks. Seats on these boards enable them to access better quality of information and establish partnerships. To illustrate our comment, we present the Figure 4.2 showing the connections of CAC40 firms' CEOs in CAC40 firms' boards. We observe that the most of CAC40 firms' boards have a CAC40 firms' CEO as directors in 2008.

¹⁵ The best students from Polytechnique often enter *Les Mines* or *Ponts et Chaussées* to become high-ranking civil servants and those from ENA often get jobs with *Inspection des Finances*, *La Cour des Comptes*, or *Le Conseil d'État*.

Figure 4.2: Connections between CAC40 Firms' Boards

This figure shows the presence of CAC40 firms' CEOs in CAC40 firms' boards in 2008.

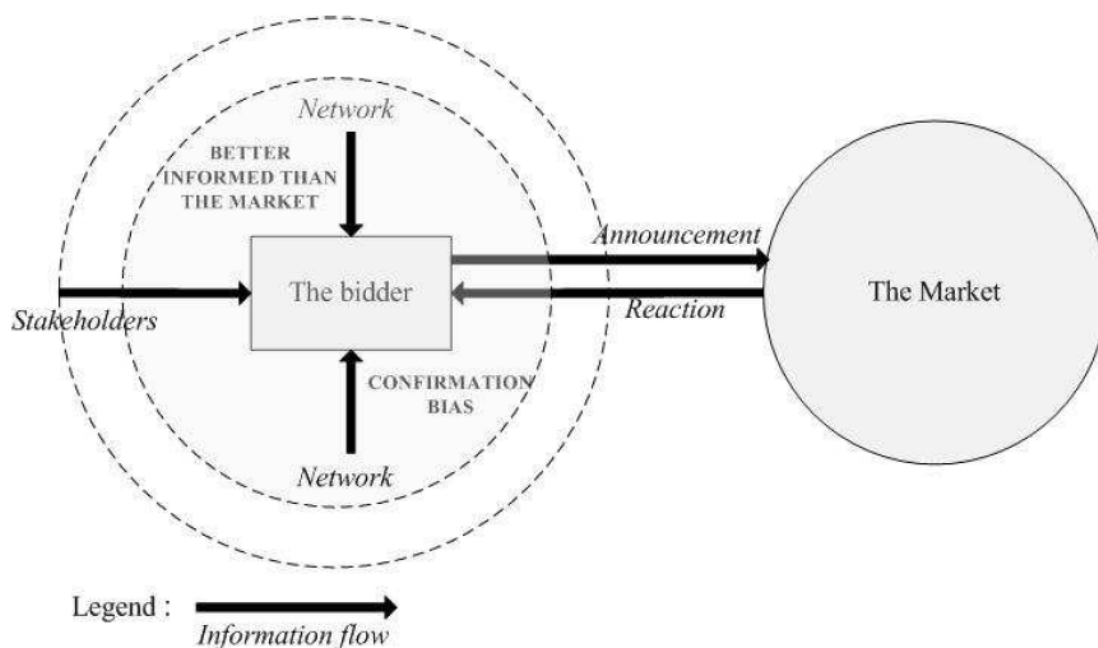


The consequences of this power are multiple. First, prestige power likely increases the CEOs' ego and grants them more confidence on their judgments. According to Barber et al. (1995), CEO network ties among managerial elites increase the likelihood of an acquisition event, because CEOs who belong to favored networks overestimate the accuracy of their own judgment, even in the face of negative market reactions. Second, Beckman and Haunschild (1998) distinguish two types of acquisition information: private information (e.g., network, friendship) and public (e.g., reports, communication). Private information has greater impact on CEOs' decisions, because it suggests a competitive advantage. Well-connected CEOs have access to private information that may encourage them to pursue decisions disapproved of by the market. Third, prestige power grants CEO more legitimacy and endows them with an important persuasive capacity during negotiations. For example, CEOs might develop friendly relations with the board of directors to divert their attention away from disagreeable elements and to obtain their consent (Lauenstein, 1977). Fourth, their networks protect connected CEO

from lay offs and help them find new jobs more easily (Nguyen-Dang, 2008). As a consequence, they take more risks and they complete an acquisition even if the market does not approve it. Figure 4.3 shows the double informative relationship between the acquirer and the market during an acquisition announcement period. The characteristics of acquisition (the bidding firms, the target firms, the mean of payment, the number of competitors, ...) are interpreted by the market. The market sends its opinion through its reaction. Other types of information are considered during this investment period and more particularly when networks are important. On one hand, networks can provide an informational advantage to the bidder comparing to the market. On the other hand, research on decision making concludes that managers assign greater weight to personal sources than to impersonal sources (McDonald and Westphal, 2003). People often persevere in their beliefs and persist despite negative performance outcomes. They seek information from sources that are more likely to affirm those beliefs and to avoid sources that are more likely to disconfirm them (*confirmation bias*). Thus networks can help CEOs to confirm their initial judgment and they will not revise correctly their decision.

Hypothesis 4: CEO prestige power increases the probability of completing a deal that causes a negative market reaction at its announcement date.

Figure 4.3: The Information Flows by Considering the Networks Influence



4.3 Empirical Method

4.3.1 Sample Selection

We collected a sample of MA announcements from the *Securities Data Company's* (SDC) database. The announcements we gather all satisfy the following criteria: (1) they occurred between January 1, 2000, and December 31, 2005; (2) both the acquiring and target firms are publicly traded; (3) the acquiring firms are French; (4) the deal value is €1 million or higher; (5) the expected percentage owned by the acquirer after the transaction is at least 50%, and (6) the acquiring firms appear in the SBF250 index between 2000 and 2005¹⁶; (7) the maximum completion time is one year.

The stock price data come from Datastream. We hand-collected the CEOs' characteristics using *Who's Who* and the Factiva database. We obtained information about the characteristics of the corporate governance of acquiring firms from Dafsalien, and we hand-collected the corporate governance characteristics of the acquiring firms to construct a corporate governance index. Financial statements come from *Thomson Financial*. Data unavailability in some cases required us to delete some acquisition announcements. Our final sample also does not include multiple acquisition announcements by an acquiring firm on the same day, because the information sent to the market may overlap. Thus, we obtain a final sample of 203 acquisition announcements.

Table 4.1 and Figure 4.4 reveal the frequencies of completed and uncompleted acquisitions for our sample of 203 acquisitions announcements between January 1, 2000, and December 31, 2005. Approximately 76% of the sample, or 154 announcements, achieved success during the six-year period, which is generally consistent with the overall MA market (Bauguess and Stegemoller, 2008). At the end of 2000, the financial crisis corresponds to a decline in acquisitions (Kau et al., 2008). Moreover, we only identify 15 acquisition announcements in 2003. We also observe that our sample contains 134 acquiring firms. It means that each bidding firm announces, on average, about 1.5 acquisitions.

¹⁶ The SBF250 (Société des Bourses Françaises 250 Index) is a French stock market index representing all sectors of the French economy.

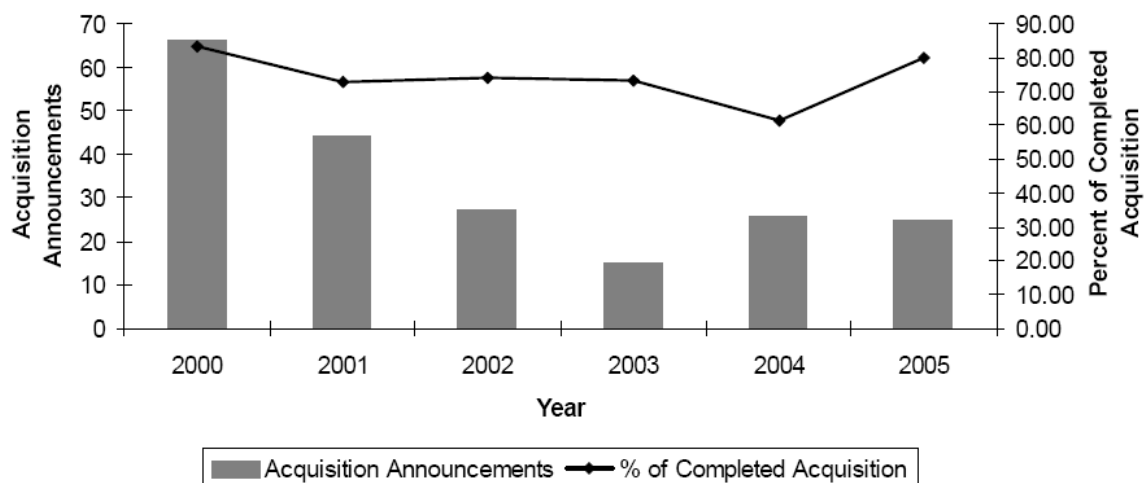
Table 4.1: Acquisition Announcements Frequency

This table presents the year-by-year acquisition announcements frequencies, for both uncompleted and completed acquisition announcements, and acquiring firms and CEO frequencies. Our sample contains 203 acquisitions announced between January 1, 2000, and December 31, 2005. The acquiring and targets firms are publicly traded. The deal value is €1 million or more.

Year	Acquisitions Announcements	Completed Acquisitions	Uncompleted Acquisitions	Firm Frequency
2000	66	55	11	31
2001	44	32	12	30
2002	27	20	7	21
2003	15	11	4	13
2004	26	16	10	23
2005	25	20	5	16
Total	203	154	49	134

Figure 4.4: Acquisition Announcements Frequency

This figure presents the year-by-year acquisition announcements frequencies. The minimum deal value is €1 million, the minimum percentage of shares that acquiring firms sought to own after the transaction is 50%, and all deals were announced between January 1, 2000, and December 31, 2005.



4.3.2 Method

To examine the relationship between CEO power and the probability of MA's success, we estimate the following probabilistic model:

$$\text{prob}(ACQ = 1) = \frac{\exp(\mu + \gamma X)}{1 + \exp(\mu + \gamma X)} \quad (4.1)$$

where ACQ is a dummy variable that takes the value of 1 if the acquisition is completed, and 0 otherwise; and X is the vector of independent variables, including those related to the market reaction to the acquisition announcements, CEO power, and the control variables pertaining to corporate governance, the deal, and the financial statements of acquiring firm (See the Appendix 1 for the variables description).

Market Reaction to MA Announcements Luo (2005) suggests that the market reaction to MA announcements provides a means to predict if the deal will be completed. To measure the CEO's ability to complete an acquisition, despite negative market reactions, we include a market reaction variable to the acquisition announcements (CAR_i). We calculate the returns from the event study methodology and use the market-adjusted returns model to estimate the abnormal component of returns (AR) of stock i on day t:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\alpha_i + \beta_i R_{m,t}), \quad (4.2)$$

where $R_{i,t}$ indicates the returns of stock i at time t, $R_{m,t}$ is the market return at time t, and $t = 0$ is the announcement date.¹⁷ We use the returns of the SBF250 index as the measure of market returns, though the results are robust against various market return measures. Following Brown and Warner (1985), we estimate the coefficients and of stock i over the period from 300 days to 15 days before the acquisition announcement. Then we estimate the cumulative abnormal returns for acquiring firms over the 7 trading days that surround the announcement dates [-3 days; +3 days]:

$$CAR_i = \sum_{t=-3}^{+3} AR_{i,t}. \quad (4.3)$$

¹⁷ We calculate the returns as follows: where $R_{i,t} = \ln\left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}}\right)$ is the price of stock i on day t.

This window of 7 trading days helps us control for possible news leaks and allows investors time to gather additional information.

To take into account the potential heteroscedasticity issue of abnormal returns, we standardize cumulative abnormal returns by their standard deviation on the estimation period (Patell, 1976; Boehmer et al., 1991). We calculate the standardized cumulative abnormal returns:

$$SCAR_{i,t} = \frac{CAR_{i,t}}{\sigma_{AR_{i,t}} \sqrt{n}}, \quad (4.4)$$

where $\sigma_{AR_{i,t}}$ indicates the standard deviation of cumulative abnormal returns calculated on estimation period of stock i and N is the number of days contained in the event period.

CEO Power We use proxies of structural, ownership, expertise, and prestige powers. Structural power uses a dummy variable that takes a value of 1 if the CEO of the acquiring firms is also the chairman of the board (*CEO Duality*). To test whether CEO has ownership power, we include the percentage of equity owned by CEO (*CEO Ownership*) and a dummy variable that equals one if CEO is the founder or the heir of founder family (*Family Firm*). We use CEO tenure (*Tenure*) and prior acquisition experience (*Acquisition Experience*) as proxies for the CEO's expertise power. Finally, we consider two proxies to measure the prestige power of the CEOs. First, we note the networks resulting from CEOs' education in Grandes Écoles. We include a dummy variable that equals to 1 if the CEO is a graduate of *École Nationale d'Administration* or Polytechnique (*Elite Education*). Second, we take into account the networks that stem from the CEOs' presence on the other firms' boards. The corporate directorships variables equal the number of CEO directorship (*Outside Boards*) and the number of CEO directorship in CAC40 firms' boards (*Outside CAC40 Boards*). Our consideration is not exhaustive and excludes some networks in France (e.g., La Franc-Maçonnerie, Le Siècle) the members of these latter networks are difficult to identify.

Control Variables We also include independent variables that control for corporate governance, financial statements, and deals, drawing mostly from finance literature. Following Gompers et al. (2003)'s work, Bollaert et al. (2009) developed a French corporate governance index (*CG Index*) whose items reflect the specificities of corporate governance in the French context. The items used are merged into four categories: *ownership structure*, *board composition*, *board mechanisms*, and *transparency*. The category *ownership structure* includes three items: ultimate owners, family control, and presence of a blocking minority. The category *board composition* refers to the directors' background of "ENA" or "Polytechnique". The category *board mechanisms* contain items on the existence of governance, remuneration, audit or nomination committees. The category *transparency* involves items negatively perceived for the firm's transparency: absence of details concerning the board evaluation, charter unavailable, and poor information about the directors' backgrounds. Following the study of Gompers et al., we add, for each firm, one point (+1) for every characteristic that reduces shareholder rights. The higher the score, the weaker the governance is. We also use the size of board of directors (*Board Size*) to control for monitoring mechanisms that supervise the acquisition decisions of the CEOs. We expect an inverted U-shaped relationship between board size and the degree of board monitoring, so we also adopt a quadratic form of the board size variable in our analysis. Firms with a large board benefit from protective governance (Bauguess and Stegemoller, 2008). However, the oversized boards are less likely to control effectively CEOs (Jensen, 1993; Yermack, 1996). Considering the leverage (*Leverage*) and the dividend (*Dividend*) of the acquiring firm (Harford, 1999), we expect an inverse relationship between these levels and the probability of an acquisition's success. The size of a firm may also have an impact on acquisitions. Bigger firms are more likely to complete an acquisition, therefore we use market value (*Size*) as a measure of firm size. Greater performance increases the probability of completing an acquisition (Morck et al., 1990), prompting us to use return on equity (*ROE*) to measure the performance of acquiring firms. The method of payment to pay the transaction could exert an important impact. A cash deal may signal to the market that the acquiring firm's stock prices are undervalued (Myers and Majluf, 1984). Cash acquisitions often get consummated more quickly (Datta et al., 1992). Therefore, we expect that the effect of a dummy variable - equal to 1 if the acquisition uses cash (*Cash*) - is positive on the probability of acquisition success. Finally, we include dummy variables to control for

acquisitions due to economic and technological shocks (Mitchell and Mulherin, 1996; Harford, 2005).¹⁸

4.4 Empirical Results

4.4.1 CEOs' and Acquiring Firms' Characteristics

We present the descriptive statistics regarding the CEOs' and acquiring firms' characteristics in Table 4.2 (full sample) and Table 4.3 (two subsamples: completed deal and non completed deal).

The frequency with which CEOs serve as the chairman is high (0.70), though the mean value is lower (0.68) for completed acquisitions than for uncompleted acquisitions (0.80).

Approximately 18% of CEOs are founders or heirs of the founder's family. For completed acquisitions, this percentage is 13%, and it rises to 33% for uncompleted acquisitions. The differences in both the mean and median values of this variable are significant at the 1% level. We also find, on average, that the portion of capital owned directly by the CEO equals 0.99% in our sample. This CEO ownership is 0.28% in the subsample of completed acquisition but reaches 3.22% for uncompleted acquisitions. This difference is also significant.

The CEO tenure median is 5 years, and prior CEO acquisition experience involves a median of 4 acquisitions. The mean tenure of CEOs is significantly longer for uncompleted acquisitions (9.22 years) than for completed acquisitions (6.47 years).

The frequency with which CEOs are graduates of elite schools (ENA or X) is 50%. The differences in both the mean and median values of this variable are significant at the 5% level. For completed acquisitions, 55% of CEOs come from ENA or X, whereas this percentage drops to 37% for the subsample of uncompleted acquisitions. On average, CEOs hold 10.94 directorships and 1 directorship in CAC40 firms.

¹⁸ Although the industry and year dummy variables are included in all our models, for the sake of aesthetics, we do not present them in our results.

Table 4.2: Summary Statistics for Acquiring Firms' and CEOs' Characteristics

This table presents descriptive statistics of the variables related to CEO power, corporate governance and financial statements for acquiring firms, and the deal. The sample consists of 203 acquisition announcements made between January 1, 2000, and December 31, 2005. *CEO Duality* is a dummy variable that equals 1 if the CEO also holds the board chair, and 0 otherwise. *Family Firm* is a dummy variable that takes a value of 1 if CEO is also the founder or heir of the founder family, and 0 otherwise. *CEO Ownership* is the proportion of outstanding shares held by the CEO in the firm. *Tenure* is the number of years the individual has been CEO of the firm. *Acquisition Experience* is the number of M&As previously made by the CEO. *Elite Education* is a dummy variable that takes a value of 1 if the CEO has a degree from an elite French school (ENA or X), and 0 otherwise. *Outside Boards* is the number of CEO directorships. *Outside CAC40 Boards* is the number of CEO directorships in the CAC40 firms' boards. *SCAR_i* is the standardized cumulative abnormal return surrounding M&A announcement of the acquiring firm. *CG Index* is the corporate governance index. *Board Size* is the number of directors on the board. *Size*, expressed in million euros, is the product of shares outstanding and share price. *Leverage*, expressed as a percentage, is equal to debt divided by assets. *Dividend* is the dividend per share. *ROE*, expressed as a percentage, is equal to the result per share divided by returns. *Cash* is a dummy variable equals 1 if the acquisition is paid for by cash only, and 0 otherwise.

	Variable	Mean	St-Dev.	Min.	Q1	Med.	Q3	Max.
<i>Panel A: CEO Power Variables</i>								
Structural Power	<i>CEO Duality</i>	0.70	0.46	0	0	1	1	1
Ownership Power	<i>Family Firm</i>	0.18	0.38	0	0	0	0	1
	<i>CEO Ownership</i>	0.99	5.57	0	0	0	0	52.35
Expertise Power	<i>Tenure</i>	7.13	6.49	0	2	5	11	35
	<i>Acquisition Experience</i>	7.11	8.06	0	1	4	11	39
Prestige Power	<i>Elite Education</i>	0.50	0.50	0	0	1	1	1
	<i>Outside Boards</i>	10.94	8.43	0	5	10	13	50
	<i>Outside CAC40 Boards</i>	0.96	1.28	0	0	0	2	5
<i>Panel B: Control Variables</i>								
Market Reaction	<i>SCAR_i</i>	0.01	1.02	-2.87	-0.55	-0.04	0.61	3.36
Governance	<i>CG Index</i>	0.49	0.16	0	0.37	0.48	0.60	0.87
	<i>Board Size</i>	17.66	5.72	5	13	18	21	31
Financial Statements	<i>Size</i>	4577	12029	65	302	932	2670	73289
	<i>Leverage</i>	28.40	12.30	0.00	19.01	30.37	36.40	59.23
	<i>Dividend</i>	1.06	0.85	0.00	0.50	0.88	1.40	4.47
	<i>ROE</i>	12.16	10.79	-45.34	8.32	12.72	17.62	62.60
Deal	<i>Cash</i>	0.81	0.39	0	1	1	1	1

Table 4.3: Univariate Statistics of Acquiring Firms and CEOs Characteristics

This table presents the mean and median univariate statistics related to the variables that describe the CEO characteristics, corporate governance and financial statements for acquiring firms, and the deal. The sample consists of 203 acquisitions announcements made between January 1, 2000, and December 31, 2005. *CEO Duality* is a dummy variable that equals 1 if the CEO also holds the board chair, and 0 otherwise. *Family Firm* is a dummy variable that takes a value of 1 if CEO is also the founder or heir of the founder family, and 0 otherwise. *CEO Ownership* is the proportion of outstanding shares held by the CEO in the firm. *Tenure* is the number of years the individual has been CEO of the firm. *Acquisition Experience* is the number of M&As previously made by the CEO. *Elite Education* is a dummy variable that takes a value of 1 if the CEO has a degree from an elite French school (ENA or X), and 0 otherwise. *Outside Boards* is the number of CEO directorships. *Outside CAC40 Boards* is the number of CEO directorships in the CAC40 firms' boards. *SCAR_i* is the cumulative abnormal return surrounding M&A announcement of the acquiring firm. *CG Index* is the corporate governance index. *Board Size* is the number of directors on the board. *Size*, expressed in million euros, is the product of shares outstanding and share price. *Leverage*, expressed as a percentage, is equal to debt divided by assets. *Dividend* is the dividend per share. *ROE*, expressed as a percentage, is equal to the result per share divided by returns. *Cash* is a dummy variable equals 1 if the acquisition is paid for by cash only, and 0 otherwise. ***, **, and * indicate statistical significance at the 1%, 5%, and 10% levels, respectively.

Variable	Total Sample N=203		ACQ = 0 N=49		ACQ = 1 N=154		Differences			
	Mean	Median	Mean	Median	Mean	Median	Mean	T Stat.	Median	Z Stat.
<i>Panel A: CEO Power Variables</i>										
Structural Power										
<i>CEO Duality</i>	0.70	1.00	0.78	1.00	0.68	1.00	-0.10	1.33	0.00	1.33
Ownership Power										
<i>Family Firm</i>	0.18	-0.00	0.33	0.00	0.13	0.00	-0.20***	3.20	0.00***	3.13
<i>CEO Ownership</i>	0.99	-0.00	3.22	0.00	0.28	0.00	-2.95***	3.30	0.00**	2.34
Expertise Power										
<i>Tenure</i>	7.13	5.00	9.22	7.00	6.47	5.00	-2.76***	2.63	-2.00	0.53
<i>Acquisition Experience</i>	7.11	4.00	5.43	3.00	7.64	5.00	2.21*	-1.68	2.00**	-2.40
Prestige Power										
<i>Elite Education</i>	0.50	1.00	0.37	0.00	0.55	1.00	0.18**	-2.19	1.00**	-2.17
<i>Outside Boards</i>	10.94	10.00	11.55	8.00	10.75	10.00	-0.80	0.58	2.00	-0.85
<i>Outside CAC40 Boards</i>	0.96	-0.00	0.59	0.00	1.07	0.00	0.48**	-2.32	0.00**	-1.96
<i>Panel B: Control Variables</i>										
Market Reaction										
<i>SCAR_i</i>	0.01	-0.04	-0.16	-0.19	0.06	-0.02	0.22	-1.29	0.18	-1.11
Governance										
<i>CG Index</i>	0.49	0.48	0.47	0.48	0.49	0.48	0.02	-0.66	0.00	0.04
<i>Board Size</i>	17.66	18.00	15.76	16.00	18.26	18.00	2.50***	-2.71	2.00**	-2.08
Financial Statements										
<i>Size</i>	4577.39	932.25	3815.63	757.62	4819.77	1028.30	1004.14	-0.51	270.68	-1.11
<i>Leverage</i>	28.40	30.37	30.16	30.80	27.84	30.24	-2.32	1.15	-0.56	0.53
<i>Dividend</i>	1.06	0.88	1.04	0.83	1.07	0.91	0.02	-0.15	0.09	-1.43
<i>ROE</i>	12.16	12.72	12.97	12.43	11.90	12.72	-1.07	0.61	0.29	-0.23
Deal										
<i>Cash</i>	0.81	1.00	0.86	1.00	0.80	1.00	-0.06	0.91	0.00	0.91

Almost half of the acquiring firms' stock experiences a negative CAR during the 7-day window surrounding the announcement of an acquisition. This result is consistent with previous studies of the wealth creation for acquiring firms' shareholders around MA announcements. The mean market reaction on the acquiring firms' announcement is close to zero.

With regard to the corporate governance variables, we find that completed announcements usually involve acquiring firms with lower corporate governance scores. Moreover, the mean (median) board size is 17.66 (18), 18.26 (18), and 15.76 (16) for the full, completed and uncompleted samples, respectively. That is, the board size for the subsample of completed acquisitions is significantly larger than that for

uncompleted acquisitions. We also find that for the subsample of completed announcements, acquiring firms are larger and have a lower leverage, which suggests that it may be easier to complete a deal if firms are less financially constrained.

In Table 4.4, we report the correlations among our variables.¹⁹ Among the correlations, the educational background tends to have large boards (0.54) although it is negatively correlated with the CEO founder or heir of the founding family (-0.31). There is a positive correlation between CEO tenure and three other CEO power variables: CEO duality, CEO founder, and CEO ownership. The proxies for expertise power are also correlated (0.16). We find that firms with large boards are not associated with a CEO founder.

¹⁹ We have verified that collinearity is not a problem for our analysis, based on the conditional index and the variance inflation factors of our independent variables.

Table 4.4: Correlation Matrix

This table presents the correlation matrix. The sample consists of 203 acquisition announcements made between January 1, 2000, and December 31, 2005. *CEO Duality* is a dummy variable that equals 1 if the CEO also holds the board chair, and 0 otherwise. *Family Firm* is a dummy variable that takes a value of 1 if CEO is also the founder or heir of the founder family, and 0 otherwise. *CEO Ownership* is the proportion of outstanding shares held by the CEO in the firm. *Tenure* is the number of years the individual has been CEO of the firm. *Acquisition Experience* is the number of M&As previously made by the CEO. *Elite Education* is a dummy variable that takes a value of 1 if the CEO has a degree from an elite French school (ENA or X), and 0 otherwise. *Outside Boards* is the number of CEO directorships. *Outside CAC40 Boards* is the number of CEO directorships in the CAC40 firms' boards. *SCARi* is the cumulative abnormal return surrounding M&A announcement of the acquiring firm. *CG Index* is the corporate governance index. *Board Size* is the number of directors on the board. *Size*, expressed in million euros, is the product of shares outstanding and share price. *Leverage*, expressed as a percentage, is equal to debt divided by assets. *Dividend* is the dividend per share. *ROE*, expressed as a percentage, is equal to the result per share divided by returns. *Cash* is a dummy variable equals 1 if the acquisition is paid for by cash only, and 0 otherwise. ***, **, and * indicate statistical significance at the 1%, 5%, and 10% levels, respectively.

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
<i>CEO Duality</i> (1)	1.00															
<i>Family Firm</i> (2)	0.11	1.00														
<i>CEO Ownership</i> (3)	0.07	0.26***	1.00													
<i>Tenure</i> (4)	0.34***	0.31***	0.35***	1.00												
<i>Acquisition Experience</i> (5)	0.16**	-0.17**	-0.14*	0.16**	1.00											
<i>Elite Education</i> (6)	0.16**	-0.31***	-0.13*	-0.11	0.43***	1.00										
<i>Outside Boards</i> (7)	-0.01	0.09	0.05	0.26***	0.09	-0.04	1.00									
<i>Outside CAC40 Boards</i> (8)	0.41***	-0.23***	-0.13*	0.14**	0.24***	0.25***	0.13*	1.00								
<i>SCARi</i> (9)	-0.07	0.04	0.03	-0.07	-0.12*	-0.09	0.05	-0.12*	1.00							
<i>CG Index</i> (10)	0.00	-0.10	0.06	0.12*	0.24***	0.17**	0.16**	-0.13*	0.04	1.00						
<i>Board Size</i> (11)	0.09	-0.36***	-0.29***	-0.13*	0.38***	0.54***	-0.04	0.29***	-0.13*	-0.08	1.00					
<i>Size</i> (12)	-0.09	0.14**	-0.05	-0.03	-0.02	-0.02	0.03	0.23***	0.01	-0.07	-0.14**	1.00				
<i>Leverage</i> (13)	0.05	-0.02	0.01	-0.00	0.18**	0.12*	0.10	-0.12*	-0.01	0.00	-0.01	-0.22***	1.00			
<i>Dividend</i> (14)	0.06	-0.32***	-0.07	-0.15**	0.12*	0.08	-0.12*	0.28***	0.11	-0.16**	0.21***	-0.22***	0.21***	1.00		
<i>ROE</i> (15)	-0.06	0.03	-0.00	0.10	0.08	-0.08	0.03	0.12*	0.01	0.01	0.15**	0.03	-0.08	0.11	1.00	
<i>Cash</i> (16)	0.02	0.09	0.04	0.12*	-0.03	-0.12*	0.03	0.02	0.08	-0.01	-0.08	-0.11	0.08	0.12*	0.23***	1.00

4.4.2 Logit Estimates of the Likelihood of Completed Acquisition

Completed Acquisition and Market Reaction

Luo (2005) finds that the market reaction around MA announcements enables to predict the success of that acquisition. Relying on Luo's (2005) results, we test whether the bidding firms later consummate the deal after recognizing the market's reaction to the acquisition announcement. Our results are consistent with Luo's (2005) result. As we show in Table 4.5 that presents the result of the model 1, the probability of success of the acquisition decreases significantly when the market reaction to the announcement is negative. We also anticipated an inverted U-shaped relationship between the board size and the probability to complete a deal. The monitoring power is effective until a critical size, beyond this size the board is less effective by giving CEO more freedom. In our model, we use the quadratic form of board size and we find that it is indeed significantly negatively related to the probability to complete an acquisition. The point of inflection in the relationship between the board size and the probability to complete the deal is approximatively 20 directors. We thus propose to extend this model to investigate the effects of the CEO's characteristics.

Table 4.5: Logistic Regression of the Probability of Completing an Acquisition

This table presents the results of logistic regression of the probability of completing an acquisition. The dependent variable is *ACQ*, a dummy variable, that equals 1 if the firm has completed an acquisition and 0 otherwise. The sample consists of 203 acquisition announcements made between January 1, 2000 and December 31, 2005. *SCAR_i* is the cumulative abnormal return surrounding M&A announcements of the acquiring firm. *CG Index* is the corporate governance index. *Board Size* is the number of directors on the board. *Size*, expressed in million euros, is the product of shares outstanding and share price. *Leverage*, expressed as a percentage, is equal to debt divided by assets. *Dividend* is the dividend per share. *ROE*, expressed as a percentage, is equal to the result per share divided by returns. *Cash* is a dummy variable equals 1 if the acquisition is paid for by cash only, and 0 otherwise. ***, **, and * indicate statistical significance at the 1%, 5%, and 10% levels, respectively.

Explanatory Variables	ACQ = 1 (N = 203)
Intercept	-2.377
<i>SCAR_i</i>	0.423**
<i>CG Index</i>	0.214
<i>Board Size</i>	0.417**
<i>Board Size</i> ²	-0.009**
$\log Size$	0.163
<i>Leverage</i>	-0.015
<i>Dividend</i>	-0.086
<i>ROE</i>	-0.016
<i>Cash</i>	-0.048
Maximum Likelihood: Percent Concordant:	$\chi^2=35.63^{***}$ 76.2
R ² Adjusted:	24.07

Although the industry and year dummy variables are included in our model, for the sake of aesthetics, we do not present them in our results.

Completed Acquisition, Market Reaction, and CEO Power

In Table 4.6 Panel A, we estimate a logistic model in which the dependent variable is the probability that the acquiring firms consummate an acquisition; we include CEO characteristics among the independent variables.

We find that a completed acquisition is more likely when CEOs have several directorships in CAC40 firms' boards. This result confirms our expectation on networks could have significant consequences for corporate financial policy.

To take into account the market reaction, we also use a set of interactive terms (Aktas et al., 2009). Because we define CEO power as the CEO ability to complete a deal even when the market reaction is negative, we focus here on the results involving the interactive variables. We find negative and significant relationship between structural power and

Table 4.6: Logistic Regression of the Probability of a Completed Acquisition According CEO Power

This table presents the results of the logistic regression of the probability of completing an acquisition. The dependent variable is ACQ, a dummy variable that equals 1 if the firm has completed an acquisition and 0 otherwise. The sample consists of 203 acquisition announcements made between January 1, 2000, and December 31, 2005. *CEO Duality* is a dummy variable that equals 1 if the CEO also holds the board chair, and 0 otherwise. *Family Firm* is a dummy variable that takes a value of 1 if CEO is also the founder or heir of the founder family, and 0 otherwise. *CEO Ownership* is the proportion of outstanding shares held by the CEO in the firm. *Tenure* is the number of years the individual has been CEO of the firm. *Acquisition Experience* is the number of M&As previously made by the CEO. *Elite Education* is a dummy variable that takes a value of 1 if the CEO has a degree from an elite French school (ENA or X), and 0 otherwise. *Outside Boards* is the number of CEO directorships. *Outside CAC40 Boards* is the number of CEO directorships in the CAC40 firms' boards. *SCAR_i* is the cumulative abnormal return surrounding M&A announcement of the acquiring firm. *CG Index* is the corporate governance index. *Board Size* is the number of directors on the board. *Size*, expressed in million euros, is the product of shares outstanding and share price. *Leverage*, expressed as a percentage, is equal to debt divided by assets. *Dividend* is the dividend per share. *ROE*, expressed as a percentage, is equal to the result per share divided by returns. *Cash* is a dummy variable equals 1 if the acquisition is paid for by cash only, and 0 otherwise. Although the industry and year dummy variables are included in our model, for the sake of aesthetics, we do not present them in our results. ***, **, and * indicate statistical significance at the 1%, 5%, and 10% levels, respectively.

<i>Panel A: Logit Regressions Modeling the Likelihood of Completing an Acquisition</i>		
	Explanatory Variables	ACQ=1 (N=203)
	Intercept	-0.242
Structural Power	<i>CEO Duality</i>	-0.971
	<i>CEO Duality*SCAR_i</i>	-1.397**
Ownership Power	<i>Family Firm</i>	0.137
	<i>CEO Ownership</i>	-0.159*
	<i>Family Firm*SCAR_i</i>	-0.302
	<i>CEO Ownership *SCAR_i</i>	0.124
Expertise Power	<i>Tenure</i>	-0.026
	<i>Acquisition Experience</i>	0.045
	<i>Tenure*SCAR_i</i>	0.126**
	<i>Acquisition Experience*SCAR_i</i>	0.051
Prestige Power	<i>Elite Education</i>	-0.118
	<i>Outside Boards</i>	-0.037
	<i>Outside CAC40 Boards</i>	0.846***
	<i>Elite Education*SCAR_i</i>	-0.961*
	<i>Outside Boards*SCAR_i</i>	-0.056*
	<i>Outside CAC40 Boards*SCAR_i</i>	-0.155
Control Variables	<i>SCAR_i</i>	1.834**
	<i>CG Index</i>	0.406
	<i>Board Size</i>	0.526**
	<i>Board Size²</i>	-0.014**
	<i>logSize</i>	0.123
	<i>Leverage</i>	-0.004
	<i>Dividend</i>	-0.785**
	<i>ROE</i>	-0.039
	<i>Cash</i>	-0.277
Maximum Likelihood: $\chi^2=67.86^{***}$		
Percent Concordant: 84.9 / R ² Adjusted: 42.48		
<i>Panel B: Confusion Matrix</i>		Predicted
		Uncompleted Completed Total
Actual	Uncompleted	24 25 49
		48.98% 51.02% 100%
	Completed	9 145 154
		5.84% 94.16% 100%
	Total	33 170 203

the probability of completing a deal. As a result, we accept *Hypothesis 1* and *Hypothesis 1'*. We argue that CEOs who are also chairman of the board rely more on their beliefs and may be more overconfident. Ownership power does not have significant impact on the CEO listening degree to the market reaction. *CEO tenure* also has a positive effect, in support of *Hypothesis 3* and *Hypothesis 3'*. Expertise power positively affects the degree to which CEOs listen to the market. Finally, our main result pertains to the strong relationship between prestige power and the likelihood of completing an acquisition. Thus, *Hypothesis 4* is supported. CEOs with elite education and board connections privilege their acquaintances' advice over market signals.

Table 4.1 shows that the full sample of 203 acquisition announcements is relatively unbalanced. Thus, we present a confusion matrix in Table 4.6 Panel B. The matrix of confusion suggests the accuracy of our model. It correctly predicts 169 announcements, with an average rate of 83.2%.

To test the potential collinearity issues, we examine the associations between the CEO characteristics and the market reaction variables. We test the relevance of our model by considering if CEO power characteristics determine the market reaction around the acquisition announcements. We measure the frequency of variables relative to CEO power according to the level of the market reaction of acquiring firms around the announcement. To determine the existence of a contingency, we calculate statistics that test the null hypothesis of no association. From Table 4.7, we conclude that there is no statistically significant difference between the level of CEO power and the market reaction. These results are consistent with the absence of correlation between the market reaction variable and the CEO power characteristics suggested by Table 4.4.

Table 4.7: Frequency Tables Between Market Reaction and CEO Powers

This table presents the frequency matrix between market reaction and CEO power. *CEO Duality* is a dummy variable that equals 1 if the CEO also holds the board chair, and 0 otherwise. *Family Firm* is a dummy variable that takes a value of 1 if CEO is also the founder or heir of the founder family, and 0 otherwise. *CEO Ownership* is the proportion of outstanding shares held by the CEO in the firm. *Tenure* is the number of years the individual has been CEO of the firm. *Acquisition Experience* is the number of M&As previously made by the CEO. *Elite Education* is a dummy variable that takes a value of 1 if the CEO has a degree from an elite French school (ENA or X), and 0 otherwise. *Outside Boards* is the number of CEO directorships. *Outside CAC40 Boards* is the number of CEO directorships in the CAC40 firms' boards. *SCAR_i* is the cumulative abnormal return surrounding M&A announcement of the acquiring firm. CEOs are characterized as having a low power if *CEO Duality*, *Family Firm*, or *Elite Education* is equal to 1 or if *CEO Ownership*, *Tenure*, *Acquisition Experience*, *Outside Boards*, and *Outside CAC40 Boards* is strictly above average. CEOs are characterized as having a low power if *CEO Duality*, *Family Firm*, or *Elite Education* is equal to 0 or if *CEO Ownership*, *Tenure*, *Acquisition Experience*, *Outside Boards*, and *Outside CAC40 Boards* is below average. The reported coefficients of frequency are expressed in percents.

Explanatory Variables	CEO with a Low Power CEO with a High Power				Cramer's V
	$SCAR_i \leq 0$	$SCAR_i > 0$	$SCAR_i \leq 0$	$SCAR_i > 0$	
Structural Power					
<i>CEO Duality</i>	15.76	14.29	37.93	32.02	0.016
Ownership Power					
<i>Family Firm</i>	44.83	37.44	8.87	8.87	-0.034
<i>CEO Ownership</i>	51.23	42.86	2.46	3.45	-0.060
Expertise Power					
<i>Tenure</i>	32.02	29.56	21.67	16.75	0.043
<i>Acquisition Experience</i>	32.51	32.02	21.18	14.29	0.090
Prestige Power					
<i>Elite Education</i>	24.14	25.62	29.56	20.69	0.103
<i>Outside Boards</i>	32.02	24.63	21.67	21.67	-0.065
<i>Outside CAC Boards</i>	29.06	26.11	24.63	20.20	0.023

4.5 Conclusion of Chapter 4

Since the role of CEO power remains controversial within firms, this study brings up the CEO power question in the corporate financial policy, and especially the impact of CEO networks on acquisition activity. We studied the CEO listening degree to market reactions to acquisition announcements.

Conclusions from empirical studies about this question are mixed. According to Luo (2005), firms learn from the market and are more willing to do it when the market is better informed than itself. Kau et al. (2008) support that managers listen to the market especially when they are likely to be concerned by agency costs. Jennings and Mazzeo (1991) results suggest that CEOs rely more on private information than on the consensus. Have considered the different conclusions we analyzed the determinants of the CEOs' attention paid to the market's assessment at the acquisition announcement.

The listening determinants we used are based on the CEO power classification offered by Finkelstein (1992), which includes structural, ownership, expertise, and prestige powers. We studied the French context because it is characterized by strong networks through education or directorships which enable us to obtain an original prestige power measure. We based our empirical analysis on a sample of French acquisition announcements from 2000 to 2005.

The CEOs being the chairman of the board tend to be more overconfident because of their position in the firm. Ownership power leads the CEO to share the market's opinion. CEOs concerned by high financial implications are more risk-averse. This result is consistent with the agency costs theory. According to CEO tenure, we expect that CEOs take less risk and learn from their past errors with a high tenure. In another way, we assume that their acquisitions experience determines the significant learning process. Our results confirm our hypothesis and they suggest that expertise power is associated with a high degree of listening to stock market. Finally, we support our major hypothesis that networks play a considerable role in the decision process. In fact, our results show that CEO prestige power increases the likelihood that a deal will be completed although not approved by the market investors.

The financial implications of the CEO behavior towards the market reaction during the acquisition announcement period were beyond the scope of our paper. Are well-connected managers a benefit or a cost to the companies they manage? This remains to be discussed. On one hand, networks improve the flow of information thus reducing the information asymmetry among managers. On the other hand, social connections can lead to lower monitoring and more freedom for the managers which can be used for their own interest at the expense of shareholders' wealth. We will extend this work by considering the financial implications of acquisitions made by well-connected CEOs.

Appendix of Chapter 4

Appendix 4.1: Variables Description

Type	Variables	Description
Structural Power	Dualist (<i>CEO Duality</i>) (Dummy)	1 if CEO holds positions as both CEO and board chair, 0 otherwise
Ownership Power	Founders (<i>Family Firm</i>) (Dummy) CEO capital owned (<i>CEO Ownership</i>) (%)	1 if the CEO is the founder or the heir of the founder family, 0 otherwise Percentage of outstanding firm capital held by the CEO
Expertise Power	Tenure (<i>Tenure</i>) Experience (<i>Acquisition Experience</i>)	Number of years the individual has been firm CEO Number of acquisitions cumulated previously completed by CEO between January 1, 1990, and December 31, 2005, and whose the minimum deal value is €1 million
Prestige Power	Education background (<i>Elite Education</i>) (Dummy) Directorships (<i>Outside Boards</i>) Directorships (<i>Outside CAC40 Boards</i>)	1 if CEO is graduate of ENA or X, 0 otherwise Number of CEO directorships Number of CEO directorships in the CAC40 firms' boards
Market Reaction	Standardized cumulative abnormal returns (<i>SCAR_{it}</i>)	<i>SCAR_{it}</i> is the standardized cumulative abnormal returns of acquiring firm around M&A announcement
Governance	Corporate governance index (<i>CG Index</i>) Board size (<i>Board Size</i>)	Governance score developed by Bollaert <i>et al.</i> (2009) Number of directors on the board
Financial Statements	Capitalization (<i>Size</i>) (€) Leverage (<i>Leverage</i>)(%) Dividend (<i>Dividend</i>)(€) Return of equity (<i>ROE</i>)(%)	Number of shares outstanding, multiplied by stock prices Debt on Assets Dividend per share Result per share divided by equity
Deal	Method of payment (<i>Cash</i>)(Dummy)	1 if the acquisition is paid for by cash, 0 otherwise
Others	Year (Dummy) Industry	Year of announcement 1 if the standard industrial classification (SIC) code (2 digit) of acquiring firm is the same as that of the acquired firms, 0 otherwise

Appendix 4.2: The French Corporate Governance Score

Our study presented in the chapter 4 estimates the degree of listening of the CEO French firms at acquisition announcements. However, we need to estimate the acquirer corporate governance to control the impact of these last ones on the probability to complete an acquisition. The corporate governance defines the rules through which the shareholders control the management of the company in order to maximize its value.

Law and Reports In May, 2001, the law on the “Nouvelles Régulations Économiques” (NRE) distinguishes the functions executive and of control within the company. Besides, it strengthens the independence of the directors with regard to the CEO and improves the transparency of the shareholders. More particularly, the article 225-102 of the law NRE asks to the highly-rated firms to communicate on the social and environmental consequences of their activities, within the framework of their corporate social responsibility. In August, 2003, the aim of the law relative to the Sécurité Financière is to assure a better transparency of the financial information.

At the same time as the legislative level, numerous reports were established to strengthen the independence of the directors with regard to the chairman of the board. In July, 1995, the Viénot I report, on the initiative of the Conseil National du Patronat Français (CNPF) and the Association Française des Entreprises Privées (AFEP), pay its attention on the release of the information to the shareholders and on the functioning of the board of directors, in particular the periodic examination of the composition, the presence of at least two independent directors in the board, the rights and the obligations of the board, the creation of a audit and remuneration committees. In 1996, the Marini report expresses the principle of dissociation of the functions of chairman of the board and CEO, the limitation of directors' mandates and the extension of the power of the audit committee. In July, 1999, the Viénot II report was introduced by the Mouvement des Entreprises de France (MEDEF) and the AFEP. In September, 2002, the Bouton report emphasizes the ethics, the transparency and the monetary and financial code. It will be of use as base to the law relative to the Sécurité Financière. In December, 2003, the Clément report insists on the notions of freedom, transparency and responsibility within the corporate governance. Its objective plans the return in strength of the shareholder within this governance. It aims also at giving responsibilities to the

board of directors and at clarifying the practices in payments. This mission of information also proceeded within the framework of its reflection to the hearing of about forty business managers, jurists, experts and professors.

Corporate Governance Scores

These last years were marked by numerous scandals of companies relative to the corporate governance (e.g., Enron). From then on, it seemed evident to improve the corporate governance. However, the absolute and relative evaluation of the corporate governance is difficult to set up. Among the various methods proposed, the use of score of governance more and more developed.

Current Corporate Governance Scores The demand of the economic agents allowed the emergence of corporate governance score. This created has demand in the market for governance research and several private companies that offer corporate scores have emerged: Institutional Shareholder Services (ISS), Governance Metrics International (GMI), Standard and Poors (SP) and The Corporate Library are among the companies supplying governance scores to US firms. Since 2002, SP proposes an evaluation of the corporate governance. The SP methodology allows to analyzing the interactions between the management of the company, the board of directors, the shareholders and the other stakeholders. Four constituents are analyzed there: structure of property and its influence, the financial relations with the stakeholders, the release of information and the financial transparency, and the structure of the board. In 2003, ISS also sets up an indication of containing governance. Using the impact of 24 governance rules, Gompers et al. (2003) construct a corporate governance score to proxy for the level of shareholder rights at about 1500 U.S large firms during the 1990's. From a French firms sample for the period 2005 to 2007, Bollaert et al. (2009) examine the link between corporate governance quality and performance in French listed firms (SBF 120). They build a corporate governance index whose items reflect the specificities of corporate governance in the French context.

Method The used information results from reference documents and from annual reports given by firms. We build a score of governance for a company and a year given.

We assume that there is certain stability in the corporate governance from one year to the next. From then on, we apply the score of governance calculated in the year t on a window of three years around this year. In other words, the score of governance of the year t is valid for years $t-1$, t and $t+1$. Concretely, from our period of study going from 2000 till 2005, we calculate a score of governance in 2001 and in 2004. We collected the information required for the acquiring firms contained in our sample. To construct the score, we add a point for all the characteristics reducing the rights of the shareholders. Then, we calculate a total score for every company. The corporate governance score is an equally-weighted average of each theme.

Variables We keep the variables which affect the governance of company in France. From the literature on the governance, and while taking into account French characteristics, we use numerous items estimating the corporate governance. We cluster these items within four categories: ownership structure, the composition and mechanisms of the board and the transparency.

Ownership Structure In France, firms are numerous to have an ultimate owner. According to Faccio and Lang (2002) and only 14% of them are widely held (against 36.93% in for the rest of Europe). Their definition bases itself on the threshold of 20% of ownership of the rights to vote by a single shareholder from whom a company is classified as widely held. We add one point if there is presence of an ultimate owner ($> 20\%$ of voting rights), 0 otherwise. In France, many French companies belong to the State or the family. Faccio and Lang (2002) find that 64.82% of the French companies have a family shareholding (against 36.93% in for the rest of Europe). At the same time, the authors find that the State is a shareholder in 5.11% of the French companies (against 4.14% in for the rest of Europe). We add one point if either the State or a family is an ultimate owner, 0 otherwise. Ginglinger and Hamon (2007) consider that a threshold of 33% allows to block all the decisions amending the charter and increasing the capital. We add one point if an entity has more than $1/3$ voting rights, 0 otherwise.

Board Composition The interactions between the economic world and the political sphere are specific in the context French (Bertrand et al., 2009). We add one point is former of ENA/Polytechnique, 0 otherwise.

Board Mechanisms We take into account the governance, audit, remunerations, or nomination committees. We add one point if there is no specific committees, 0 otherwise.

Transparency Concerning the board evaluation, we add one point if there is an absence of details concerning the board evaluation, 0 otherwise. If the charter is unavailable, we also add one point, 0 otherwise. Concerning the directors' backgrounds, we add one point if we have incomplete information concerning the directors' backgrounds preventing us to evaluate their political connections, 0 otherwise.

Conclusion générale

Cette thèse présente un ensemble d'essais empiriques sur le marché des FA. Ces études n'ont pas la prétention de révolutionner la littérature de référence, mais d'y apporter des éclairages.

Contributions générales Présentes dans tous les chapitres de cette thèse, les FA en sont le principal objet. Pour mieux comprendre ce domaine de recherche, nous avons d'abord balayé les différentes théories et tests empiriques effectués sur la performance à court terme des opérations de FA. Cet état des lieux a souligné la diversité des problématiques couvertes.

Notre premier essai a porté son attention sur l'influence des annonces de FA. Il a ouvert le champ d'investigation des FA à la microstructure des marchés en étudiant les impacts intra-journaliers des annonces de FA sur les marchés actions. Nous avons étendu notre recherche sur l'influence des FA au domaine de l'économie industrielle afin de déterminer les externalités d'une annonce de FA sur l'industrie des entreprises directement concernées par la transaction. Cette exploration nous a amené à observer les effets des annonces de FA sur les titres des entreprises rivales. Pour finir, notre recherche a fait un détour par la gouvernance d'entreprise pour analyser le degré d'écoute des dirigeants d'entreprise et ses déterminants.

Pour asseoir nos conclusions, nous avons examiné à la fois le marché nord américain des FA et le marché européen. Notre étude du marché nord américain a intégré des études sur les Etats-Unis et le Canada tandis que notre examen du marché européen s'est traduit par une investigation approfondie du cas de la France. Nous avons considéré les caractéristiques de ces cadres d'analyse afin de traiter empiriquement les questions de recherche auxquelles nous avons été confrontés.

Limites générales La force de cette recherche, qui réside dans la diversité des problématiques couvertes, constitue aussi sa limite générale. En effet, plutôt que d'élargir le sujet à d'autres domaines de recherche, nous aurions pu faire le choix d'approfondir les méthodes abordées, les variables utilisées ou encore les échantillons élaborés.

Par ailleurs, notre travail s'est appuyé sur la méthodologie des études d'événement. Ce choix nous soumet à la critique de sa capacité à bien isoler la réaction des investisseurs. Au-delà de ces doutes, Kothari et Warner (2006) évoquent que, sur la période 1974 à 2000, la méthodologie des études d'événement a été utilisée dans 565 études publiées dans les meilleures revues de Finance (Journal of Finance, Journal of Financial Economics, Journal of Business, Journal of Financial and Quantitative Analysis et Review of Financial Studies). Sans prétendre que ces publications apportent des conclusions irréfutables, ce constat révèle une approbation de la communauté scientifique sur ce choix méthodologique.

La richesse de ce domaine de recherche nous a permis de développer trois études empiriques autour des FA. Arrivés, au terme de nos investigations, nous pouvons établir une synthèse de nos principaux résultats, en exposer leurs apports à la littérature mais également mentionner leurs limites. Nous achèverons ce travail par l'évocation de potentielles extensions.

Descriptif des chapitres Dans le premier chapitre, nous soulignons l'importance des FA pour l'entreprise et les marchés financiers en tant que processus créateur de valeur. Il suggère également la complexité des mécanismes régulant l'entreprise. Les entreprises ont notamment une large composante humaine. En effet, les dirigeants peuvent être tentés de préférer leur utilité à la maximisation de la valeur de l'entreprise. Empiriquement, la littérature dans sa grande majorité indique que les actionnaires des cibles gagnent lors des annonces de FA. À l'inverse, elle ne décerne que peu de résultats significatifs sur la performance des entreprises à l'initiative de l'offre. Nos travaux portaient également sur les déterminants économiques de la création de richesse autour des annonces de FA afin de mieux comprendre la distribution des rendements anormaux. Ces facteurs sont notamment relatifs aux caractéristiques de l'acquéreur, de la cible et de la transaction. Après avoir porté un regard global sur le processus de création de valeur lors de FA dans la littérature, nous pouvons mieux appréhender les problématiques qui en découlent.

Dans le deuxième chapitre, nous exposons les réactions intra-journalières des marchés financiers lors des annonces de FA. L'originalité de ce travail réside dans l'utilisation de données haute-fréquence. La réduction de la fenêtre d'analyse permet de

mieux appréhender le processus d'incorporation de l'information dans les prix. De même, si nous connaissons le moment précis de la parution de l'information dans les cours, nous pouvons distinguer les annonces publiques diffusées dans le marché de celles divulguées alors que le marché est fermé. Nous trouvons que l'annonce d'une opération de FA est créatrice de richesse pour les actionnaires de la cible lors de la parution de l'information. La réaction anormale autour des prix des titres des acquéreurs s'avère quant à elle relativement neutre. Par ailleurs, ces résultats se déroulent dans une activité de marché soutenue autant pour l'acquéreur que pour la cible. Enfin, la révélation publique de l'information améliore la liquidité des titres de ces entreprises.

Notre étude de la réaction des investisseurs aux annonces de FA couvre une période d'étude allant de janvier 1995 à mars 2000. Au regard de la crise actuelle et des mouvements que les marchés financiers ont connu, il serait raisonnable de penser que les conclusions de ce travail sont limitées. Par ailleurs, l'estimation de l'impact informationnel d'une annonce de FA en terme d'asymétrie d'information pourrait être étendue à d'autres mesures (Hasbrouck, 1991a).

D'autres voies de recherche pourraient être menées. Nous en proposons deux. Premièrement, Dionne et al. (2010) considèrent l'asymétrie d'information comme déterminant de la prime payée lors d'une acquisition. Ils observent que l'asymétrie d'information entre les offreurs influence négativement la prime proposée. Les auteurs font l'hypothèse que les offreurs, qui détiennent des blocs d'actions de la cible, sont mieux informés. Ils expliquent ce phénomène par leur accès à de l'information privilégiée. Nous serions intéressés de tester cette hypothèse en analysant la fourchette de prix de la cible et de l'acquéreur. Les variations de la fourchette de prix autour de la révélation publique révèlent l'asymétrie d'information qu'estime le teneur de marché. Dans la lignée de cette étude, nous pourrions investiguer la relation entre la création de richesse des acquéreurs lors de transactions en présence d'agents informés. Plus particulièrement, nous examinerions l'influence de la présence d'un acquéreur détenteurs de blocs d'actions au sein de la cible sur les rendements anormaux cumulés de l'acquéreur et de la cible.

Dans un second temps, les annonces publiques sont généralement annoncées à une date prédéfinie. Par exemple, dans la zone euro, la Banque Centrale Européenne annonce chaque premier jeudi du mois le niveau de ses taux d'intérêt directeurs. De

même, les entreprises diffusent également des informations périodiquement telles que leurs annonces de résultats. Toutefois, le moment précis de la diffusion de l'information reste à la discrétion de l'entreprise. Dès lors, pourquoi les entreprises choisissent-elles d'effectuer des annonces publiques en dehors des périodes de transaction ? Quels sont les déterminants de ce choix ? Ces questions sont peu traitées dans la littérature. Les chercheurs se focalisent davantage sur les saisonnalités de certaines variables de marché telles que la fourchette de prix ou les volumes de transactions. En guise d'éléments d'explication, Patell et Wolfson (1982) trouvent que les bonnes nouvelles sont plus susceptibles d'être annoncées dans les périodes de cotation tandis que les mauvaises nouvelles sont plus susceptibles d'être diffusées après la fermeture des marchés. Dans la même idée, Bagnoli et al. (2006) observent que les annonces de résultats faites le vendredi sont généralement considérées comme une mauvaise nouvelle. Sur une période récente, les auteurs remarquent que seulement 27% des annonces de résultats sont diffusées durant les périodes de transaction. Ils suggèrent également que les dirigeants reportent la publication de mauvais résultats afin d'éviter une baisse brutale du prix de l'action de leur entreprise. Bagnoli et al. affirment que les dirigeants espèrent que le vendredi se caractérise par une moindre activité de transactions et que les investisseurs auront eu le temps d'anticiper la nouvelle permettant une réduction de l'impact sur les prix lors de la nouvelle. Cependant, Doyle et Magilke (2007) testent l'hypothèse selon laquelle les dirigeants gèrent les mauvaises nouvelles. Les auteurs ne trouvent pas d'évidence ni sur un report des mauvaises nouvelles en dehors des périodes de transactions, ni sur l'insertion des bonnes nouvelles tôt dans la semaine ou même avant l'ouverture des marchés. Au final, nous pourrions rapporter cette littérature au marché des FA qui constate une création de richesse pour les actionnaires de la cible et une absence de rendements anormaux pour ceux de l'acquéreur.

Dans le troisième chapitre, nous examinons la création de richesse pour les acquéreurs et les cibles lors des annonces de FA à partir du marché canadien. Ensuite, nous avons essayé d'y déceler les déterminants potentiels de ces réactions, notamment la taille des acteurs, le mode de paiement de la transaction et le statut de la cible. De nombreuses études portent généralement sur les impacts d'une telle information sur les entreprises directement concernées par l'opération. Pour autant, l'arrivée de

l'information d'une FA est un puissant signal pour l'ensemble des entreprises rivales. Dès lors, nous avons exploré l'impact de ces annonces sur les rendements des entreprises rivales des acquéreurs et des cibles. Conformément à la littérature, nous observons que l'annonce d'une FA provoque une réaction anormale positive des marchés financiers autant pour les cibles que pour les acquéreurs. Les gains générés au profit des acquéreurs sont spécifiques au marché canadien, qui sont principalement à imputer lors des transactions comportant de petits offreurs, des cibles privées et lorsque l'offre est payée au comptant. Parallèlement, nos résultats suggèrent que l'annonce de la transaction détruit de la valeur pour les compétiteurs domestiques des acquéreurs et des cibles canadiens. À l'inverse, pour les rivales domestiques des cibles états-uniennes, les actionnaires engendrent des gains.

Malgré ses nombreuses contributions, cette étude ne permet pas actuellement de déterminer la source des gains ou des pertes pour les entreprises rivales. Par ailleurs, d'un point de vue méthodologique, notre définition des entreprises rivales mériterait un travail spécifique et approfondi à chaque entreprise.

Au-delà des investigations menées dans le spectre des annonces publiques, nous pourrions extraire d'autres signaux afin d'analyser la réaction des marchés de compétiteurs d'entreprises ayant connu un événement majeur, telles que l'annonce d'un changement de notation, de résultats ou encore de dividendes. De même, nous pourrions construire un modèle de prédiction qu'une entreprise soit acquise ou puisse acquérir, dans la veine des travaux de Song et Walkling (1993, 2000, 2005).

Dans le quatrième chapitre, nous étudions la récente littérature qui montre une probabilité élevée pour les dirigeants des acquéreurs d'annuler une offre lorsque les marchés financiers ne réagissent pas favorablement à l'annonce. Utilisant un échantillon d'acquisitions françaises de 2000 à 2005, ce chapitre étudiait les conditions sous lesquelles les dirigeants sont plus enclins à écouter le marché financier. L'intérêt de cette recherche réside dans la présence de réseaux sociaux connectant nombre de dirigeants français. Nous nous basions sur la typologie de Finkelstein (1992), qui distinguent les pouvoirs de prestige, d'expertise, de propriété et structurel. Nos résultats indiquaient que les dirigeants avec une expertise importante écoute le marché alors que ceux qui possèdent des connections sociales sont plus susceptibles de réaliser une opération en dépit d'une réaction négative du marché.

La limite de cette étude est que nous n'apportons pas suffisamment d'attention aux caractéristiques de la cible, et notamment celles de son dirigeant, pouvant potentiellement influencer le degré d'écoute du dirigeant de l'acquéreur.

Outre une meilleure prise en compte des paramètres liés à la cible, nous pourrions approfondir l'analyse de l'influence des connections entre la sphère politique et celle économique. Dans cette veine, l'utilisation du contexte français présenterait une réelle valeur ajoutée à cette problématique. L'objectif serait de déterminer si les entreprises tirent des avantages de tels réseaux sociaux, en terme de performance par exemple. Plus spécifiquement, pourrait-on déceler un lien entre les cycles économiques et politiques ? Comment les politiciens affectent-ils le monde économique ? Ces problématiques vont dans le sens des travaux de (Bertrand et al., 2009).

Nous achevons cette thèse en se référant à la partie introductive de cette thèse. Force est de constater que les FA offrent un grand nombre de champs d'investigation à explorer.

Liste des acronymes

AMEX American Stock Exchange

CEO Chief Executive Officer

CRSP Center for Research in Security Prices

FA Fusion-Acquisition

FUCaM Facultés Universitaires Catholiques de Mons

LSE London Stock Exchange

MA Merger-Acquisition

NASDAQ National Association of Securities Dealers Automated Quotations

NYSE New-York Stock Exchange

SDC Securities Data Company

SIC Standard Industrial Classification

SP Standard and Poors

TAQ Trades and Quotes

TSE Toronto Stock Exchange

TASE Tel-Aviv Stock Exchange

Liste des annexes

4.1 Variables Description	134
4.2 The French Corporate Governance Score	135

Table des figures

1 Fréquence et valeur de transaction du marché des fusions-acquisitions par pays étudié	14
2.1 Statistiques descriptives	68
2.2 Rendements anormaux cumulés	69
3.1 Number of Transactions and Dollar Value of Transactions (in Millions of U.S. dollars)	91
4.1 Summary of Hypotheses	112
4.2 Connections between CAC40 Firms' Boards	116
4.3 The Information Flows by Considering the Networks Influence	117
4.4 Acquisition Announcements Frequency	119

Liste des tableaux

1 Statistiques descriptives du marché des fusions-acquisitions	15
1.1 Etudes sur la performance à court terme des acquéreurs	30
1.2 Etudes sur la performance à court terme des cibles	32
2.1 Distribution annuelle des échantillons	67
2.2 Rendements et volatilité	71
2.3 Activité de marché	73
2.4 Déséquilibres de transactions	74
2.5 Liquidité	76
2.6 Fourchette de prix effective, fourchette de prix réalisée et de l'impact des prix	77
3.1 Descriptive Statistics of Top Deals	91
3.2 Sample Distribution by Announcement year	93
3.3 Descriptive Statistics of Acquiring and Target Firms' Rivals	96
3.4 Cumulative Abnormal Returns	99
3.5 Cumulative Abnormal Returns of Merging Firms' Rivals	101
3.6 Cumulative Abnormal Returns of Merging Firms' Rivals by Industry	103
3.7 Cumulative Abnormal Returns of Acquiring and Target Firms	105
4.1 Acquisition Announcements Frequency	119
4.2 Summary Statistics for Acquiring Firms' and CEOs' Characteristics	124
4.3 Univariate Statistics of Acquiring Firms and CEOs Characteristics	125
4.4 Correlation Matrix	127
4.5 Logistic Regression of the Probability of Completing an Acquisition	129
4.6 Logistic Regression of the Probability of a Completed Acquisition According CEO Power	130
4.7 Frequency Tables Between Market Reaction and CEO Powers	132

Bibliographie

- Ackermann, C., McEnally, R. et Ravenscraft, D. (1999). The Performance of Hedge Funds: Risk, Returns, and Incentives. *The Journal of Finance*, 54(3):833-874.
- Admati, A. et Pfleiderer, P. (1988). A Theory of Intraday Patterns Volume and Price Variability. *Review of Financial Studies*, 1(1):3-40.
- Akhigbe, A., Borde, S. et Whyte, A. (2000). The Sources of Gains to Targets and Their Industry Rivals: Evidence Based on Terminated Merger Proposals. *Financial Management*, 29(4):101-118.
- Akhigbe, A. et Martin, A. (2000). Information-Signaling and Competitive Effects of Foreign Acquisitions in the U.S. *Journal of Banking and Finance*, 24:1307-1321.
- Aktas, N., de Bodt, E., Declerck, F. et Van Oppens, H. (2007). The PIN anomaly around M&A announcements. *Journal of Financial Markets*, 10:169-191.
- Aktas, N., de Bodt, E. et Derbaix, A. (2004a). Horizontal, Downstream and Upstream Effects of Merger and Acquisition Operations in the Car Industry. *Bankers, Markets and Investors*, 69:40-49.
- Aktas, N., de Bodt, E. et Roll, R. (2004b). Market Response to European Regulation of Business Combinations. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39(4):731-757.
- Aktas, N., de Bodt, E. et Roll, R. (2009). Corporate Serial Acquisitions: An Empirical Test of the Learning Hypothesis. CORE Discussion Papers 2007023.
- Amihud, Y. et Baruch, L. (1981). Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers. *The Bell Journal of Economics*, 12:605-617. 109
- Amihud, Y., Lev, B. et Travlos, N. (1990). Corporate Control and the Choice of Investment Financing: The Case of Corporate Acquisitions. *The Journal of Finance*, 45(2):603-616.
- Andrade, G., Mitchell, M. et Stafford, E. (2001). New Evidence and Perspectives on Mergers. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2):103-120.
- Asquith, P., Bruner, R. et Mullins, D. (1983). The Gains to Bidding Firms from Merger. *Journal of Financial Economics*, 11:121-139.
- Audia, P., Locke, E. et Smith, K. (2000). The Paradox of Success: An Archival and a Laboratory Study of Strategic Persistence Following Radical Environmental Change. *Academy of Management Journal*, 43:837-853.
- Bagehot, W. (1971). The Only Game in Town. *Financial Analysts Journal*, 27(2):12-14.

- Bagnoli, M., Clement, M. et Watts, S. (2006). Around-the-Clock Media Coverage and the Timing of Earnings Announcements. Working Paper.
- Baker, M. et Savasoglu, S. (2002). Limited Arbitrage in Mergers and Acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 64:91-115.
- Baker, M. et Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *Journal of Finance*, 57(1):1-32.
- Baliga, B., Moyer, R. et Rao, R. (1996). CEO Duality and Firm Performance: What's The Fuss? *Strategic Management Journal*, 17:41-53.
- Ball, R. et Kothari, S. (1991). Security Returns Around Earnings Announcements. *The Accounting Review*, 66(4):718-738.
- Bange, M. et Mazzeo, M. (2004). Board Composition, Board Effectiveness, and the Observed Form of Takeover Bids. *Review of Financial Studies*, 17(4):1185-1215.
- Barber, B., Palmer, D. et Wallace, J. (1995). Determinants of Conglomerate and Predatory Acquisitions: Evidence from the 1960s. *Journal of Corporate Finance*, 1:283-318.
- Barclay, M. et Litzenberger, R. (1988). Announcement Effects of New Equity Issues and the Use of Intraday Price Data. *Journal of Financial Economics*, 21:71-99.
- Barclay, M. et Warner, J. (1993). Stealth Trading and Volatility. *Journal of Financial Economics*, 34:281-305. 110
- Barrett, W., Heuson, A., Kolb, R. et Schropp, G. (1987). The Adjustment of Stock Prices to Completely Unanticipated Events. *The Financial Review*, 22(4):345-354.
- Bauer, M. et Bertin-Mouro, B. (1995). La Tyrannie du Diplôme Initial et la Circulation des Elites: La Stabilité du Modèle Français. In *Le Recrutement des Elites en Europe*, pages 48-63. La Découverte.
- Bauguess, S. et Stegemoller, M. (2008). Protective Governance Choices and the Value of Acquisition Activity. *Journal of Corporate Finance*, 14:550-566.
- Beaver, W. (1968). The Information Content of Annual Earnings Announcements. *Journal of Accounting Research*, 6:67-92.
- Beckman, C. et Haunschild, P. (1998). When Do Interlocks Matter?: Alternate Sources of Information and Interlock Influence. *Administrative Science Quarterly*, 43(4):815-844.
- Ben-Amar, W. et André, P. (2006). Separation of Ownership from Control and Acquiring Firm Performance: The Case of Family Ownership in Canada. *Journal of Business Finance and Accounting*, 33(3):517-543.

- Beneish, M. (1991). Stock Prices and the Dissemination of Analysts' Recommendations. *Journal of Business*, 64(3):393-416.
- Bertrand, M., Kramarz, F., Schoar, A. et Thesmar, D. (2009). Politicians, Firms and the Political Business Cycle: Evidence from France. Working Paper.
- Bertrand, M. et Schoar, A. (2003). Managing with Style: The Effect of Managers on Firm Policies. *Quarterly Journal of Economics*, 118(4):1169-1208.
- Bessembinder, H. et Kaufman, H. (1997). A Comparison of Trade Execution for NYSE and NASDAQ-Listed Stocks. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 32(3):287-310.
- Betton, S., Eckbo, S. et Thorburn, K. (2009). Merger Negotiations and the Toeholds Puzzle. *Journal of Financial Economics*, 91(2):158-178.
- Blume, M., MacKinlay, A. et Terker, B. (1989). Order Imbalances and Stock Price Movements on October 19 and 20, 1987. *The Journal of Finance*, 44:827-848.
- Boehmer, E., Musumeci, J. et Poulsen, A. (1991). Event-Study Methodology Under Conditions of Event-Induced Variance. *Journal of Financial Economics*, 30(2):253-272.
- Bollaert, H., Daher, H., Declerk, M. et Deroo, A. (2009). Corporate Governance and Performance of French Listed Companies. Working Paper.
- Boone, A. et Mulherin, J. (2008). Do Auctions Induce a Winner's Curse? New Evidence from the Corporate Takeover Market. *Journal of Financial Economics*, 89:1-19.
- Bradley, M. (1980). Interfirm Tender Offers and the Market for Corporate Control. *Journal of Business*, 53(4):345-376.
- Bradley, M., Desai, A. et Kim, E. (1983). The Rational Behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy? *Journal of Financial Economics*, 11:183-206.
- Bradley, M., Desai, A. et Kim, E. (1988). Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division Between the Stockholders of Target and Acquiring Firms. *Journal of Financial Economics*, 21:3-40.
- Brooks, S., Patel, A. et Su, T. (2003). How the Equity Market Responds to Unanticipated Events. *Journal of Business*, 76(1):109-133.
- Brown, D. et Ryngaert, M. (1991). The Mode of Acquisition in Takeovers: Taxes and Asymmetric Information. *The Journal of Finance*, 46(2):653-669.
- Brown, R. et Sarma, N. (2007). CEO Overconfidence, CEO Dominance and Corporate Acquisitions. *Journal of Economics and Business*, 59(5):358-379.
- Brown, S. et Warner, J. (1985). Usual Daily Stock of Event Studies. *Journal of Financial Economics*, 14:3-31.

- Burt, R. (2000). The Network Structure of Social Capital. In *Research in Organizational Behavior*, volume 22, pages 345-431. JAI Press, Greenwich, CT.
- Chang, S. (1998). Takeover of Privately Held Targets, Methods of Payment and Bidder Returns. *The Journal of Finance*, 53(2):773-784.
- Chatterjee, S. (1986). Types of Synergy and Economic Value: The Impact of Acquisitions on Merging and Rival Firms. *Strategic Management Journal*, 7(2):119-139.
- Chordia, T., Roll, R. et Subrahmanyam, A. (2005). Evidence on the Speed of Convergence to Market Efficiency. *Journal of Financial Economics*, 76:271-292.
- Chordia, T. et Subrahmanyam, A. (2004). Order Imbalance and Individual Stock Returns: Theory and Evidence. *Journal of Financial Economics*, 72:485-518.
- Collis, D. et Montgomery, C. (1998). Creating Corporate Advantage. *Harvard Business Review*, 76(3):70-83.
- Combs, J., Ketchen, D., Perryman, A. et Donahue, M. (2007). The Moderating Effect of CEO Power on the Board Composition Firm Performance Relationship. *Journal of Management Studies*, 44(8):1299-1323.
- Conrad, J. et Niden, C. (1992). Order Flow, Trading Costs and Corporate Acquisition Announcements. *Financial Management*, 21(4):22-31.
- Copeland, T. et Galai, D. (1983). Information Effects on the Bid-Ask Spread. *The Journal of Finance*, 38:1457-1469.
- Dameron, S. (2008). La Généalogie des Nouveaux Dirigeants. In *Le Nouveau Visage des Dirigeants du CAC40*, chapitre 1, pages 7-16. Pearson Edition, Paris.
- Dann, L., Mayers, D. et Raab, R. (1977). Trading Rules, Large Blocks and the Speed of Adjustment. *Journal of Financial Economics*, 4:3-22.
- Datta, D., Pinches, G. et Narayanan, V. (1992). Factors Influencing Wealth Creation from Mergers and Acquisitions: A Meta-Analysis. *Strategic Management Journal*, 13:67-84.
- Demsetz, H. (1968). The Cost of Transacting. *Quarterly Journal of Economics*, 82:33-53.
- Dewey, D. (1961). Mergers and Cartels: Some Reservations About Policy. *American Economic Review*, 51(2):255-262.
- Dionne, G., LaHaye, M. et Bergères, A.-S. (2010). Does Asymmetric Information Affect the Premium in Mergers and Acquisitions? Working Paper.
- Dodd, P. (1980). Merger Proposals, Management Discretion, and Stockholder Wealth. *Journal of Financial Economics*, 8:105-137.

- Dodd, P. et Ruback, R. (1977). Tenders Offers and Stockholders Return: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, 5:351-374.
- Doukas, J. et Travlos, N. (1988). The Effect of Corporate Multinationalism on Shareholders' Wealth: Evidence from International Acquisitions. *The Journal of Finance*, 43(5):1161-1175.
- Doyle, J. et Magilke, M. (2007). The Timing of Earnings Announcements: An Examination of the Strategic Disclosure Hypothesis. Working Paper.
- Draper, P. et Paudyal, K. (1999). Corporate Takeovers: Mode of Payment, Returns and Trading Activity. *Journal of Business Finance and Accounting*, 26(5):521-558.
- Dutta, S. et Jog, V. (2009). The Long-Term Performance of Acquiring Firms: A Re-Examination of an Anomaly. *Journal of Banking and Finance*, 33:1400-1412.
- Dye, R. et Sridhar, S. (2002). Resource Allocation Effects of Price Reactions to Disclosures. *Contemporary Accounting Research*, 19(3):385-410.
- Easley, D. et O'Hara, M. (1987). Price, Trade size and Information in Securities Markets. *Journal of Financial Economics*, 19:69-90.
- Easley, D. et O'Hara, M. (1992). Time and the Process of Security Price Adjustment. *The Journal of Finance*, 47:577-606.
- Eckbo, E. (1983). Horizontal Mergers, Collusion, and Stockholders Wealth. *Journal of Financial Economics*, 11:241-273.
- Eckbo, E. et Langohr, H. (1989). Information Disclosure, Means of Payment, and Takeover Premiums: Public and Private Tender Offers in France. *Journal of Financial Economics*, 24(2):364-403.
- Eckbo, E. et Thorburn, K. (2000). Gains to Bidder Firms Revisited: Domestic and Foreign Acquisitions in Canada. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35(1):1-25.
- Eckbo, E. et Wier, P. (1985). Antimerger Policy Under the Hart-Scott-Rodino Act: A Reexamination of the Market Power Hypothesis. *Journal of Law and Economics*, 28(1):119-149.
- Ederington, L. et Lee, J. (1995a). How Markets Process Information: News Releases and Volatility. *The Journal of Finance*, 48(4):1161-1191.
- Ederington, L. et Lee, J. (1995b). The Short-Run Dynamics of the Price Adjustment to New Information. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 30(1):117-134.
- Edlin, A. et Stiglitz, J. (1995). Discouraging Rivals: Managerial Rent-Seeking and Economic Inefficiencies. *American Economic Review*, 85(5):1301-1312.

- Eun, S., Kolodny, R. et Scheraga, C. (1996). Cross-Border Acquisitions and Shareholder Wealth: Tests of the Synergy and Internalization Hypotheses. *Journal of Banking and Finance*, 20:1559-1582.
- Faccio, M. et Lang, L. (2002). The Ultimate Ownership of Western European Corporations. *Journal of Financial Economics*, 65(3):365-395.
- Faccio, M., McConnell, J. et Stolin, D. (2006). Returns to Acquirers of Listed and Unlisted Targets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41(1):197-220.
- Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25:383-417.
- Fama, E., Fisher, L., Jensen, M. et Roll, R. (1969). The Adjustment of Stock Prices to New Information. *International Economic Review*, 10:1-21.
- Fama, E. et Jensen, M. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26:301-325.
- Fee, C. et Thomas, S. (2004). Sources of Gains in Horizontal Mergers: Evidence from Customer, Supplier, and Rival Firms. *Journal of Financial Economics*, 74:423-460.
- Finkelstein, S. (1992). Power in Top Management Teams: Dimensions, Measurement, and Validation. *Academy of Management Journal*, 35:505-538.
- Finkelstein, S. et Hambrick, D. (1996). *Strategic Leadership: Top Executives and their Effects on Organizations*. West Publishing, New-York.
- Firth, M. (1980). Takeovers, Shareholders and the Theory of the Firm. *Quarterly Journal of Economics*, 94(2):235-260.
- Fleming, M. et Remolona, E. (1999). Price Formation and Liquidity in the U.S. Treasury Market: The Response to Public Information. *The Journal of Finance*, 54:1901-1927.
- Foster, F. et Viswanathan, S. (1990). A Theory of the Interday Variations in Volume, Variance, and Trading Costs in Securities Markets. *Review of Financial Studies*, 3(4):593-624.
- Francis, J., Pagach, D. et Stephan, J. (1992). The Stock Market Response to Earnings Announcements Released During Trading Versus Non Trading Periods. *Journal of Accounting Research*, 30(2):165-184.
- Franks, J., Harris, R. et Titman, S. (1991). The Postmerger Share Price Performance of Acquiring Firms. *Journal of Financial Economics*, 29:81-96.
- French, K. et Roll, R. (1986). Stock Return Variances. *Journal of Financial Economics*, 17:5-26.

- Fuller, K., Netter, J. et Stegemoller, M. (2002). What Do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence From Firms That Make Many Acquisitions. *The Journal of Finance*, 57(4):1763-1794.
- Ginglinger, E. et Hamon, J. (2007). Ownership, Control and Market Liquidity. Working Paper.
- Glais, M. (1993). Analyse Typologique des Ententes Illicites Soumises à l'Appréciation des Autorités Concurrentielles Françaises et Communautaires. *Revue d'Economie Industrielle*, 63(1):45-83.
- Glosten, L. et Milgrom, P. (1985). Bid-Ask Spread and Transactions Prices in a Specialist Market. *Journal of Financial Economics*, 14(1):71-100.
- Goldman, E. et Qian, J. (2005). Optimal Toeholds in Takeover Contests. *Journal of Financial Economics*, 77:321-346.
- Gompers, P., Ishii, J. et Metrick, A. (2003). Corporate Governance and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics*, 118(1):107-155.
- Gort, M. (1969). An Economic Disturbance Theory of Mergers. *Quarterly Journal of Economics*, 83(4):624-642.
- Green, J. et Watts, S. (1996). Price Discovery on the NYSE and the NASDAQ: The Case of Overnight and Daytime New Releases. *Financial Management*, 25(1):19-42.
- Grossman, S. et Stiglitz, J. (1980). On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. *American Economic Review*, 70:408-573.
- Gupta, A., LeCompte, R. et Misra, L. (1997). Acquisitions of Solvent Thrifts: Wealth Effects and Managerial Motivations. *Journal of Banking and Finance*, 21(10):1431-1450.
- Haltiwanger, J. et Harrington, J. (1991). The Impact of Cyclical Demand Movements on Collusion Behavior. *RAND Journal of Economics*, 22(1):89-106.
- Hambrick, D. et Fukotomi, G. (1991). The Seasons of a CEO's Tenure. *The Academy of Management Review*, 16:719-742.
- Han, K., Suk, D. et Sung, H. (1998). The Evidence of Bidders' Overpayment in Takeovers: The Valuation Ratios Approach. *The Financial Review*, 33:55-68.
- Hansen, R. (1987). A Theory for the Choice of Exchange Medium in Mergers and Acquisitions. *Journal of Business*, 60:75-95.
- Hansen, R. et Lott, J. (1996). Externalities and Corporate Objectives in a World with Diversified Shareholders/Consumers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31:43-68.

- Harford, J. (1999). Corporate Cash Reserves and Acquisitions. *The Journal of Finance*, 54(6):1969-1997.
- Harford, J. (2005). What Drives Merger Waves? *Journal of Financial Economics*, 77:529-560.
- Harris, M. et Raviv, A. (1993). Differences of Opinion Make a Horse Race. *Review of Financial Studies*, 3:473-506.
- Hasbrouck, J. (1988). The Quotes, Inventories, and Information. *Journal of Financial Economics*, 22:229-252.
- Hasbrouck, J. (1991a). Measuring the Information Content of Stock Trades. *The Journal of Finance*, 46(1):179-207.
- Hasbrouck, J. (1991b). The Summary Informativeness of Stock Trades: An Econometric Analysis. *The Review of Financial Studies*, 4(3):571-595.
- Hay, G. et Kelley, D. (1974). An Empirical Survey of Price Fixing Conspiracies. *Journal of Law and Economics*, 17(1):13-38.
- Hayward, M. et Hambrick, D. (1997). Explaining the Premiums Paid for Large Acquisitions: Evidence of CEO Hubris. *Administrative Science Quarterly*, 42(1):103-129.
- Ho, T. et Stoll, H. (1981). Optimal Dealer Pricing Under Transactions and Return Uncertainty. *Journal of Financial Economics*, 10(1):47-73.
- Holthausen, R. et Verrecchia, R. (1990). The Effect of Informedness and Consensus on Price and Volume Behavior. *The Accounting Review*, 65(1):191-208.
- Huang, R. et Stoll, H. (1994). Market Microstructure and Stock Return Predictions. *Review of Financial Studies*, 7(1):179-213.
- Huang, R. et Stoll, H. (1996). Dealer Versus Auction Markets: A Paired Comparison of Execution Costs on NASDAQ and the NYSE. *Journal of Financial Economics*, 41:313-357.
- Huang, R. et Stoll, H. (1997). The Components of the Bid-Ask Spread: A General Approach. *Review of Financial Studies*, 10(4):995-1034.
- Huang, Y. et Walkling, R. (1987). Target Abnormal Returns Associated with Acquisition Announcements: Payment, Acquisition Form, and Managerial Resistance. *Journal of Financial Economics*, 19:329-349.
- Husson, B. (1989). OPA : La Théorie à l'Epreuve des Faits. *Revue Française de Gestion*, 25:84-97.
- Isaac, R. et Smith, V. (1985). In Search of Predatory Pricing. *Journal of Political Economy*, 93(2):320-345.

- Jain, P. (1988). Response of Hourly Stock Prices and Trading Volume to Economic News. *Journal of Business*, 61:219-231.
- Jarrell, G. et Bradley, M. (1980). The Economic Effects of Federal and State Regulations of Cash Tender Offers. *Journal of Law and Economics*, 23(2):371-407.
- Jarrell, G., Briceley, J. et Netter, J. (1988). The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence since 1980. *Journal of Economic Perspectives*, 2:49-68.
- Jarrell, G. et Poulsen, A. (1989a). Stock Trading Before the Announcement of Tender Offers: Insider Trading or Market Anticipation. *Journal of Law, Economics and Organization*, 5(2):225-248.
- Jarrell, G. et Poulsen, A. (1989b). The Returns to Acquiring Firms in Tender Offers: Evidence from 3 Decades. *Financial Management*, 18(3):12-19.
- Jennings, R. (1994). Intraday Changes in Target Firms' Share Price and Bid-Ask Quotes around Takeover Announcements. *Journal of Financial Research*, 17(2):255-270.
- Jennings, R. et Mazzeo, M. (1991). Stock Price Movements around Acquisition Announcements and Management's Response'. *Journal of Business*, 64(2):139-163.
- Jennings, R. et Starks, L. (1985). Information Content and the Speed of Stock Price Adjustment. *Journal of Accounting Research*, 23(1):336-350.
- Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2):323-329.
- Jensen, M. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance*, 48(23):831-880.
- Jensen, M. et Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3:305-360.
- Jensen, M. et Ruback, R. (1983). The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics*, 11:5-50.
- Jones, C., Kaul, G. et Lipson, M. (1994). Transactions, Volume, and Volatility. *Review of Financial Studies*, 7:631-651.
- Kahle, K. et Walkling, R. (1996). The Impact of Industry Classifications on Financial Research. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31:309-335.
- Kaplan, S. et Weisbach, M. (1992). The Success from Acquisitions: Evidence from Divestitures. *The Journal of Finance*, 47:107-138.
- Kau, J., Linck, S. et Rubin, P. (2008). Do Managers Listen to the Market? *Journal of Corporate Finance*, 14(4):347-362.

- Keown, A. et Pinkerton, J. (1981). Merger Announcements and Insider Trading Activity: An Empirical Investigation. *The Journal of Finance*, 36(4):855-869.
- Keown, A., Pinkerton, J. et Bolster, P. (1992). Merger Announcements, Asymmetrical, Information and Trading Volume: An Empirical Investigation. *Journal of Business Finance and Accounting*, 19(6):901-910.
- Kim, O. et Verrecchia, R. (1991). Trading Volume and Price Reactions to Public Announcements. *Journal of Accounting and Economics*, 29(2).
- Kohers, N. et Kohers, T. (2000). The Value Creation Potential of High-Tech Mergers. *Financial Analysts Journal*, 56(3):40-50.
- Kothari, S. et Warner, J. (2006). Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance, Volume A. In *Econometrics of Event Studies*, pages 3-36. B. Espen Eckbo (ed.), *Handbooks in Finance Series*, Elsevier/North-Holland), Chapitre 1.
- Kraus, A. et Stoll, H. (1972). Price Impacts of Block Trading on the NYSE. *The Journal of Finance*, 27(3):569-588.
- Krinsky, I. et Lee, J. (1996). Earnings Announcements and the Components of the Bid-Ask Spread. *The Journal of Finance*, 51(4):1523-1535.
- Kroll, M., Toombs, L. et Wright, P. (2000). Napoleon's Tragic March Home from Moscow: Lessons in Hubris. *Academy Management Executive*, 14(1):117-128.
- Kroszner, R. et Strahan, P. (1999). What Drives Deregulation? Economics and Politics of the Relaxation of Bank Branching Restrictions. *Quarterly Journal of Economics*, 114(4):1437-1467.
- Kryzanowski, L. et Lazrak, S. (2007). Trading Activity, Trade Costs and Informed Trading for Acquisition Targets and Acquirers. *European Journal of Finance*, 13(5):405-439.
- Kummer, D. et Hoffmeister, R. (1978). Valuations Consequences of Cash Tender Offers. *The Journal of Finance*, 33(2):505-516.
- Kyle, A. (1985). Continuous Auctions and Insider Trading. *Econometrica*, 53(6):1315-1183.
- Lang, L. et Stulz, R. (1994). Tobin's Q, Corporate Diversification, and Firm Performance. *Journal of Political Economy*, 102(6):1248-1280.
- Langer, E. (1975). The Illusion of Control. *Journal of Personality and Social Psychology*, 32(2):311-328.
- Lauenstein, M. (1977). Preserving the Importance of the Board. *Harvard Business Review*, 55(4):36-46.

- Lauterbach, B. et Ben-Zion, U. (1993). Stock Market Crashes and the Performance of Circuit Breakers: Empirical Evidence. *The Journal of Finance*, 48:1909-1925.
- Lee, C. (1992). Earnings News and Small Traders: An Intraday Analysis. *Journal of Accounting and Economics*, 15:265-302.
- Lee, C., Ready, M. et Seguin, P. (1994). Volume, Volatility, and New-York Stock Exchange Trading Halts. *The Journal of Finance*, 49:183-214.
- Loderer, C. et Martin, K. (1990). Corporate Acquisitions by Listed Firms: The Experience of a Comprehensive Sample. *Financial Management*, 19:17-33.
- Luo, Y. (2005). Do Insiders Learn from Outsiders? Evidence from Mergers and Acquisitions. *The Journal of Finance*, 60(4):1951-1982.
- Malatesta, P. (1983). The Wealth Effect of Merger Activity and the Objective Functions of Merging Firms. *Journal of Financial Economics*, 11:155-182.
- Malmendier, U. et Tate, G. (2005). CEO Overconfidence and Corporate Investment. *The Journal of Finance*, 60(6):2661-2700.
- Maloney, M. et Mulherin, J. (2003). The Complexity of Price Discovery in an Efficient Market: The Stock Market Reaction to the Challenger Crash. *Journal of Corporate Finance*, 9:453-478.
- Manne, H. (1965). Mergers and the Market for Corporate Control. *The Journal of Political Economy*, 73(2):110-120.
- Masulis, R., Wang, C. et Xie, F. (2007). Corporate Governance and Acquirer Returns. *The Journal of Finance*, 62(4):1851-1889.
- McDonald, M., Khanna, P. et Westphal, J. (2008). Getting Them to Think Outside the Circle: Corporate Governance, CEOs' External, Advice Networks, and Firm Performance. *Academy of Management Journal*, 51(3):453-475.
- McDonald, M. et Westphal, J. (2003). Getting by with the Advice of Their Friends: CEO's Advice Networks and Firm's Strategic Responses to Poor Performance. *Administrative Science Quarterly*, 48(1):1-32.
- McInish, T. et Wood, R. (1992). An Analysis of Intraday Patterns in Bid-Ask Spreads for NYSE Stocks. *The Journal of Finance*, 47:753-764.
- Mikkelson, W. et Partch, M. (1989). Managers' Voting Rights and Corporate Control. *Journal of Financial Economics*, 25:263-290.
- Mitchell, M. et Mulherin, H. (1996). The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity. *Journal of Financial Economics*, 41:193-229.

- Moeller, S. et Schlingeman, F. (2005). Global Diversification and Bidder Gains: A Comparison Between Cross-Border and Domestic Acquisitions. *Journal of Banking and Finance*, 29:533-564.
- Moeller, S., Schlingeman, F. et Stulz, R. (2004). Firm Size and the Gains from Acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 73:201-228.
- Moeller, S., Schlingeman, F. et Stulz, R. (2005). Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-Firm Returns in the Recent Wave. *The Journal of Finance*, 60(2):757-782.
- Morck, R., Shleifer, A. et Vishny, R. (1990). Do Managerial Motives Drive Bad Acquisitions? *The Journal of Finance*, 45(1):31-48.
- Mulherin, J. et Boone, A. (2000). Comparing Acquisitions and Divestitures. *Journal of Corporate Finance*, 6(2):117-139.
- Myers, S. et Majluf, N. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13:187-221.
- Nguyen-Dang, B. (2008). Does the Rolodex Matter? Corporate Elite's Small World and the Effectiveness of Boards of Directors. Working Paper.
- Officer, M., Poulsen, A. et Stegemoller, M. (2009). Target-Firm Information Asymmetry and Acquirer Returns. *Review of Finance*, 13(3):467-493.
- Oler, D., Olson, B. et Skousen, J. (2007). Governance, CEO Power, and Acquisitions. Working Paper.
- Patell, J. (1976). Corporate Forecasts of Earnings Per Share and Stock Price Behavior: Empirical Tests. *Journal of Accounting Research*, 14:246-276.
- Patell, J. et Wolfson, M. (1982). Good News, Bad News, and the Intraday Timing of Corporate Disclosures. *The Accounting Review*, 57(2):509-527.
- Patell, J. et Wolfson, M. (1984). The Intraday Speed of Adjustment of Stock Prices to Earnings and Dividend Announcements. *Journal of Financial Economics*, 13:223-252.
- Pound, J. et Zeckhauser, R. (1990). Clearly Heard on the Street: The Effect of Takeover Rumors on Stock Prices. 63, (3):291-308.
- Ravenscraft, D. et Scherer, F. (1987). Mergers, Sell-Offs, and Economic Efficiency. The Brookings Institution, Washington, DC.
- Rhoades, S. (1983). Power, Empire Building, and Mergers. D.C. Health & Co., Lexington, MA.

- Rhodes-Kropf, M. et Viswanathan, S. (2004). Market Valuation and Merger Waves. *The Journal of Finance*, 59(6):2685-2718.
- Roll, R. (1986). The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. *Journal of Business*, 59(2):197-216.
- Rovenpor, J. (1993). The Relationship Between Four Personal Characteristics of Chief Executive Officers and Company Merger and Acquisition Activity. *Journal of Business and Psychology*, 8(1):27-55.
- Salant, S., Switzer, S. et Reynolds, R. (1983). Losses from Horizontal Merger: The Effects of an Exogenous Change in Industry Structure on Cournot-Nash Equilibrium. *Quarterly Journal of Economics*, 98(2):185-199.
- Sanders, R. et Zdanowicz, J. (1992). Target Firm Abnormal Returns and Trading Volume around the Initiation of Change in Control Transactions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(1):109-129.
- Schneider, S. et Dunbar, R. (1992). A Psychoanalytic Reading of Hostile Takeover Events. *The Academy of Management Review*, 17(3):537-567.
- Schumpeter, J. (1942). *Capitalisme, Socialisme et Démocratie*.
- Schwert (1996). Markup Pricing in Mergers and Acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 41:153-192.
- Schwert, W. (2000). Hostility in Takeovers: In the Eye of Beholder? *The Journal of Finance*, 55:2599-2640.
- Servaes, H. (1991). Tobin's Q and the Gains from Takeovers. *The Journal of Finance*, 46(1):409-419.
- Servaes, H. et Tamayo, A. (2005). The Response of Industry Rivals to Control Threats. Working Paper.
- Shleifer, A. et Vishny, R. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *The Journal of Political Economy*, 94(3):461-488.
- Shleifer, A. et Vishny, R. (1988). Value Maximization and the Acquisition Process. *Journal of Economic Perspectives*, 2(1):7-20.
- Shleifer, A. et Vishny, R. (1989). Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments. *Journal of Financial Economics*, 25:123-139.
- Shleifer, A. et Vishny, R. (2003). Stock Market Driven Acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 70:295-311.

- Slade, M. (1989). Price Wars in Price-Setting Supergames. *Economica*, 56(223):295-310.
- Smith, B., White, R., Robinson, M. et Nason, R. (1997). Intraday Volatility and Trading Volume after Takeover Announcements. *Journal of Banking and Finance*, 21:337-368.
- Smith, R. et Kim, J.-H. (1994). The Combined Effects of Free Cash Flow and Financial Slack on Bidder and Target Stock Returns. *Journal of Business*, 67(2):281-310.
- Song, M. et Walkling, R. (1993). The Impact of Managerial Ownership on Acquisition Attempts and Target Shareholder Wealth. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28(4):439-457.
- Song, M. et Walkling, R. (2000). Abnormal Returns to Rivals of Acquisition Targets: A Test of the 'Acquisition Probability Hypothesis'. *Journal of Financial Economics*, 55:143-171.
- Song, M. et Walkling, R. (2005). Anticipations, Acquisitions, and Bidder Returns. Working Paper.
- Spence, M. (1978). Tacit Co-Ordination and Imperfect Information. *The Canadian Journal of Economics*, 11(3):490-505.
- Stigler, G. (1950). Monopoly and Oligopoly by Merger. *American Economic Review*, 40(2):23-34.
- Stillman, R. (1983). Examining Antitrust Policy Towards Horizontal Mergers. *Journal of Financial Economics*, 11:225-240.
- Stoll, H. (1978). The Supply of Dealer Services in Securities Markets. *The Journal of Finance*, 33:1133-1151.
- Tinic, S. (1972). The Economics of Liquidity Services. *Quarterly Journal of Economics*, 86.
- Travlos, N. (1987). Corporate Takeover Bids, Method of Payment, and Bidding Firms' Stock Return. *The Journal of Finance*, 42(4):943-963.
- Walkling, R. (1985). Predicting Tender Offer Success: A Logistic Analysis. *Journal of Financial Quantitative Analysis*, 20(4):461-478.
- Walters, B., Kroll, M. et Wright, P. (2007). CEO Tenure, Boards of Directors, and Acquisition Performance. *Journal of Business Research*, 60:331-338.
- Weston, J., Mitchell, M. et Mulherin, J. (2003). Takeovers, Restructuring, and Corporate governance. International Edition. Fourth Edition.
- Williamson, O. (1968). Economies as an Antitrust Defense: The Welfare Tradeoffs. *American Economic Review*, 58(1):18-36.

- Woodruff, C. et Senchack, A. J. (1988). Intraday Price Volume Adjustment of NYSE Stocks to Unexpected Earnings. *The Journal of Finance*, 43(2):467-491.
- Wright, P., Kroll, M. et Elenkov, E. (2002). Acquisition Returns, Increase in Firm Size and Chief Executive Officer Compensation: The Moderating Role of Monitoring. *Academy of Management Journal*, 45(3):599-609.
- Yermack, D. (1996). Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors. *Journal of Financial Economics*, 40:185-211.
- Yuce, A. et Ng, A. (2005). Effects of Private and Public Canadian Mergers. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 22(2):111-124.

Résumé

Essais sur les fusions et acquisitions

Après avoir proposé un cadre général des opérations de fusion-acquisition, notamment en tant que processus créateur de valeur, nous examinons empiriquement les effets de leur annonce au travers de trois essais. Premièrement, nous étudions les réactions intra-journalières des investisseurs lors d'annonces diffusées aux États-Unis. Nous trouvons des gains pour la cible, alors que l'impact s'avère neutre pour l'acquéreur. Ces résultats se déroulent dans une activité de marché soutenue, conjointement à une amélioration de la liquidité. Deuxièmement, nous étendons l'analyse aux concurrents des acquéreurs et des cibles. Considérant le marché canadien, la diffusion de l'information affecte négativement leurs rivaux. Troisièmement, nous soulignons les conditions sous lesquelles les dirigeants écoutent les marchés financiers. Analysant un échantillon d'acquisitions françaises, nous montrons que les dirigeants connectés sont plus enclins à réaliser une acquisition en dépit d'une réaction négative des marchés financiers lors de l'annonce.

Mots Clefs : fusion-acquisition, efficience informationnelle, création de valeur, étude d'événement, microstructure, concurrence, écoute

Abstract

Essays on Mergers and Acquisitions

After providing a general framework of merger-acquisition, in particular as value-creating process, we examine empirically the effects of their announcement through three essays. First, we study the intraday market reactions to announcements in the United-States. We find gains for target firms, while acquiring firms do not earn significant abnormal returns. These results occur in a high trading activity and an improvement of liquidity. Second, we extend the analysis to the competitors of merging firms. Considering the Canadian evidence, the release of information affects negatively their rivals. Third, we study the conditions under which managers are more willing to listen to investors. Analyzing a sample of French acquisitions, we find that the well-connected managers are more likely to complete a deal in spite of a negative market reaction on acquisition announcement.

Keywords: Merger-Acquisition, Informational Efficiency, Wealth Creation, Event Study, Microstructure, Competition, Listening

Gestion - Finance

Université Lille 2 - Lille School of Management Research Center
1, Place Déliot - 59000 Lille (France)

Louvain School of Management – FUCaM
151, Chaussée de Binches – 7000 Mons (Belgique)