



Stratégies d'externalisation et valorisation boursière¹

Arnaud GUILLEMIN

Doctorant/ATER ICN
GREFIGE- Université NANCY 2

Adresse personnelle :

GREFIGE

13 rue Michel Ney

54000 NANCY

Tél : 06.62.30.57.95

E-mail : Arnaud.Guillemin@univ-nancy2.fr

Résumé

Alors que de nombreuses études se sont intéressées à la question de la création de valeur dans le cadre de formation d'alliances ou de stratégies d'acquisition, aucune, à notre connaissance, n'a porté cette question au niveau des stratégies d'externalisation. Or cette problématique nous semble pertinente en ce sens que ces stratégies sont à la fois porteuses intrinsèquement de valeur mais également de nombreux risques qui peuvent détruire de la valeur. Afin de percevoir l'idée de potentialité de création de valeur pour l'actionnaire, nous avons donc utilisé la méthode des études d'événements. Notre étude s'est faite sur un échantillon de 34 annonces de contractualisation. Il ressort de notre analyse que l'annonce d'une externalisation a un effet significativement positif et de relativement forte ampleur sur le cours de bourse mais sur une durée fortement focalisée sur les deux jours suivants la date de l'annonce. En outre, il n'apparaît aucun signe d'anticipation de la part du marché. Ces résultats ne valide que partiellement les théories mobilisées (théorie des coûts de transaction, RBV) mais se rapproche plus des résultats obtenus sur les désinvestissements que sur les autres formes telles les acquisitions ou les alliances.

Mots clés

Approche fondée sur les ressources, coûts de transaction, création de valeur, externalisation, étude d'événement.

¹ L'auteur souhaite remercier Jérôme Hubler pour ces précieux conseils quant à la méthodologie et les deux relecteurs anonymes pour leurs remarques enrichissantes.



Stratégies d'externalisation et valorisation boursière

1. INTRODUCTION

L'externalisation apparaît de plus en plus comme un acte stratégique majeur. Des études menées par Arthur Andersen (1999) et par Pricewaterhousecoopers (1997) attestent de l'ampleur que prend ce phénomène. Il ressort de diverses analyses que non seulement cette démarche représente un marché de plus en plus important (le marché de l'externalisation est passé d'environ 100 milliards de dollars en 1996 à 318 milliards de dollars en 2001) mais qu'en outre, l'externalisation commence à concerner des activités de plus en plus sensibles comme la R&D et la production (Baden-Fuller, Targett et Hunt, 2000).

L'externalisation se définit comme « le fait de confier une activité et son management à un fournisseur ou à un prestataire extérieur plutôt que de le réaliser en interne » (Barthélémy, 2001). Il s'agit donc de faire sortir des frontières de l'organisation des activités auparavant réalisées en interne, impliquant un transfert d'actifs et de personnel vers le prestataire. Ce mouvement est reconnu comme permettant une réduction des coûts ou un recentrage sur le cœur de métier (Dragonetti, Dalsace et Cool, 2001). De fait, s'agissant de l'une ou l'autre des conséquences, l'externalisation doit permettre à l'organisation de créer davantage de valeur et notamment pour l'actionnaire (Hoarau et Teller, 2001). Ceci peut d'autant plus se supposer que, dans une étude faite aux Etats-Unis (rapportée par Barthélémy, 2001) portant sur 12 entreprises, il a été démontré que les organisations ayant décidé d'externaliser étaient celles qui disposaient d'une EVA négative, détruisant ainsi de la valeur et que, cette décision avait bien pour objectif de rétablir la situation, vis-à-vis de l'actionnaire.

Ce faisant, il n'existe, à notre connaissance, aucune étude ayant testé l'impact d'une décision d'externalisation sur la valeur boursière d'une entreprise. Ces tests ont largement été effectués concernant les stratégies d'alliances (voir notamment Hubler et Meschi, 2000). Il nous semble alors pertinent de se poser la question de l'impact boursier d'une telle décision. En effet, le potentiel de création de valeur d'une telle décision se traduit-il par un effet positif sur le cours de bourse ? Et si oui, qu'elle peut-être son ampleur et sa durée ? Une réponse à ces questions peut permettre de percevoir certaines implications managériales liées à cette décision. En effet, les risques de l'externalisation sont nombreux et souvent faiblement pris en compte (Aubert, Patry et Rivard, 2000a) et peuvent ainsi remettre en question les gains potentiels. Aussi, la réaction du marché peut-elle mettre en évidence soit une adhésion soit une méfiance,



impliquant un effort de communication et de clarification de la part des managers mais également un besoin réel management de l'externalisation (Aubert, Patry et Rivard, 2000b).

Derrière cette question de la création de valeur se pose implicitement la question de la rente. En effet, dans une approche en terme de valeur créée pour l'actionnaire, l'intégralité de la rente doit lui revenir, étant réputé créancier résiduel exclusif (Charreaux et Desbrières, 1998). Mais, dans une approche de la valeur partenariale (Charreaux et Desbrières, 1998), la création de valeur est alors envisagée comme se répartissant entre les diverses parties prenantes pouvant ainsi, en finalité, minorer la part de la rente pouvant revenir aux actionnaires. Dans le cadre d'une externalisation, la question de la dilution de la rente notamment au profit du prestataire peut se poser comme en atteste l'exemple cité par Barthélémy de la communauté urbaine de Montréal qui, ayant externalisée son informatique, se trouva en forte dépendance vis-à-vis de son prestataire qui dès lors pratiqua des tarifs très élevés. En outre, dans une approche de création de valeur se pose également la question de la capacité de la firme à transférer une partie de la valeur vers le client, car l'augmentation de rentabilité doit se trouver accompagnée d'une stratégie de croissance (Hoarau et Teller, 2001).

Dans cette perspective nous allons, dans une première partie, effectuer une revue de la littérature sur les facteurs et les théories prédisant une création de valeur, puis, dans une seconde partie, nous effectuerons une étude d'événement fin de percevoir l'impact de cette décision sur le cours boursier.

2. L'EXTERNALISATION COMME POTENTIEL DE CREATION DE VALEUR

Afin d'expliquer les avantages pouvant être obtenus par l'externalisation, nous nous référerons aux deux théories que sont la théorie des coûts de transaction et l'approche fondée sur les ressources. Ces deux théories apparaissent comme fondamentales et tout à fait complémentaires (Barthélémy, 1998). Ceci ressort du modèle de décision d'externalisation formalisé par Quinn et Hilmer (1994) qui la scinde en deux parties :

- décision permettant la focalisation sur des compétences stratégiques qui permettent de construire un avantage concurrentiel. Il s'agit alors ici de l'approche fondée sur les ressources.
- décision relative à la prise en compte de coûts de transaction qui peuvent se révéler soit supérieurs soit inférieurs aux coûts engendrés par la réalisation en interne. Il s'agit alors ici de la théorie des coûts de transactions.



Certes ces deux théories sont essentiellement utilisées pour déterminer les conditions du recours à l'externalisation mais il s'avère que la décision ne peut être appréhendée sans lien avec la volonté de créer de la valeur et notamment vis-à-vis de l'actionnaire.

2.1. D'UNE APPROCHE EN TERME D'EFFICIENCE...

L'externalisation permet tout d'abord de réaliser des économies d'échelles (Kern et Wilcocks, 2001). Ces économies d'échelles vont être le fruit d'une spécialisation du prestataire lui permettant ainsi de bénéficier d'effets d'expérience. Ce premier point met en avant que l'externalisation permet ainsi d'envisager, en ayant recours au marché des prestataires, de réduire ses coûts de production, permettant ainsi une potentielle création de valeur. Ce potentiel s'exprime par le fait que l'externalisation va engendrer une diminution des investissements fixes et va permettre de variabiliser des charges qui auparavant étaient fixes. Mais ce potentiel peut être toutefois annihilé par l'existence de coûts de transaction. Ces coûts, ex ante et ex post, sont liés aux activités de négociation et de contrôle des transactions et sont à la base de la théorie des coûts de transaction.

Cette théorie affirme qu'une entreprise choisira l'internalisation ou l'externalisation selon que la somme des coûts de production et de transaction sera plus faible dans un cas que dans l'autre (Williamson, 1975). L'idée alors avancée est que le choix d'une forme de gouvernance dépendra alors de la structure des coûts (Brousseau, 1997).

Ces coûts de transaction reposent sur deux hypothèses fondamentales. D'une part, les agents sont reconnus comme ayant une rationalité limitée (Simon, 1976), induisant un choix qui ne puisse être qu'optimal et non maximisateur. D'autre part, il existe une incapacité des institutions devant faire respecter les accords à être totalement efficaces (Williamson, 1975).

La première hypothèse entraîne ainsi une incomplétude contractuelle impliquant ainsi que le contrat mettra en place un système d'allocation d'autorité (Brousseau, 1997). La seconde hypothèse met en avant le problème du respect des accords conclus et présuppose que les agents ont un comportement opportuniste.

Cette théorie repose essentiellement sur la notion d'efficacité et permet ainsi d'envisager l'externalisation comme permettant de réaliser des économies sur les coûts de transaction. La création de valeur s'opère donc grâce à la réduction de ces coûts. Cette réduction des coûts ne s'avère possible que parce que l'externalisation ne requière pas d'actifs spécifiques ni une



grande fréquence des transactions et également que l'incertitude² liée à la réalisation de cette transaction est faible. Ceci explique le fort développement de l'externalisation des services informatiques, permettant ainsi une très forte réduction des coûts de transaction (Hoarau et Teller, 2001). La spécificité des actifs liés à l'externalisation rend la présence de l'opportunisme très critique. Ces actifs, composés d'actifs spécifiquement déployables dans le cadre de la relation d'externalisation et ainsi, difficilement redéployables dans un autre cadre, engendrent des risques de dépendance par le fait de l'incomplétude contractuelle (Verwall, Verbeke et Commandeur, 2002). Dans ce cadre, le comportement opportuniste peut tout à fait se révéler et rendre la firme externalisatrice vulnérable. Les coûts résultant de la surveillance et de la mise en place des mécanismes de protection augmenteront significativement les coûts de transaction. C'est pour cette raison que la spécificité des actifs est négativement corrélée avec l'intention d'externalisation (Verwall, Verbeke et Commandeur, 2002).

La création de valeur va également dépendre des résultats et de ce qui va les générer. En effet, il réside une forte incertitude sur les résultats d'une relation d'externalisation, or il s'agit de contrats à long terme dont la renégociation n'est pas toujours aisée. Dans ce cadre, l'adaptation efficace de « promesses » contractuelles à un changement dans la demande va dépendre étroitement de la capacité du prestataire à délivrer un produit ou un service à d'autres acheteurs (Masten et Crocker, 1985). En outre, la performance de l'externalisation doit également s'appréhender en terme de variabilité de celle-ci (Hsieh, Lazzarini et Nickerson, 2002). En effet, la théorie des coûts de transaction explore l'impact de la décision d'externalisation en terme de performance et non en terme de fiabilité, or il semble que l'intégration verticale soit préférable, en général, à l'externalisation pour assurer la fiabilité notamment car l'intégration permet de minimiser les coûts d'agence (Hsieh, Lazzarini et Nickerson, 2002). Mais ceci semble essentiellement valable pour des stratégies de différenciation. L'intégration serait alors le moyen de diminuer le risque de hold-up et ainsi de minimiser les coûts de transaction. En outre, dans le cadre de produits demandant des ajustements et de la flexibilité, l'intégration serait reconnue comme plus efficace.

Mais cette théorie comporte des limites dont la focalisation excessive sur l'opportunisme³ (Verwaal, Verbeke et Commandeur, 2002) et de fait la non prise en compte de l'efficacité et donc de l'amélioration des processus. En finalité, la focalisation sur l'efficacité et donc sur la réduction des coûts néglige en grande partie la création de valeur, ne prenant pas en compte le

² Cette incertitude repose sur l'imprévisibilité des comportements des agents.

³ Opportunisme que l'on peut par ailleurs considéré comme limité (Brousseau, 1999), les agents pouvant ne pas percevoir comme stratégique le fait d'être opportuniste.



fait qu'il puisse être pertinent d'augmenter les coûts de transaction si la valeur créée en contrepartie augmente plus rapidement (Dyer, 1996).

En outre, une approche en terme de réduction des coûts ne se trouve pas exempte de risques (Verwaal, Verbeke et Commandeur, 2002). En effet, de nombreuses stratégies de restructuration, de modifications de la structure des coûts n'ont pas été créatrices de valeur (Hoarau et Teller, 2001) car une amélioration des coûts ne garantit en rien une meilleure visibilité stratégique de la part de l'entreprise. Encore faut-il donc que cette réduction s'accompagne d'une volonté de croissance (Hoarau et Teller, 2001), de la construction et du pilotage d'un avantage concurrentiel (Dierickx et Cool, 1989). Les divers risques de l'externalisation peuvent amputer la création de valeur. Il existe notamment un risque social non négligeable comme en attestent la jurisprudence Perrier et les problèmes sociaux importants rencontrés par la Fnac suite à l'annonce d'un plan d'externalisation impliquant le transfert de nombreux salariés et le licenciement d'une partie des salariés du service informatique.

Dans une perspective de création de valeur pour l'actionnaire, il est donc également important de prendre en compte un autre type de comportement des firmes.

2.2. ...A UNE VISION EN TERME DE COMPETENCES

L'externalisation n'apparaît pas uniquement comme motivée par une réduction des coûts mais est également un moyen de se concentrer sur les compétences centrales (Quinn et Hilmer, 1994 ; Quinn, 1999). Le recentrage sur les compétences centrales apparaît comme un mouvement prégnant depuis le milieu des années quatre vingt (Hoarau et Teller, 2001). L'ancrage de cette conception se trouve dans l'approche fondée sur les ressources⁴ (Penrose, 1959 ; Wernerfelt, 1984). Dans une vision issue de Penrose (1959), la survie de la firme sur la longue période ne dépend pas de l'efficacité productive mais plutôt de la capacité de la firme à établir une base sur laquelle elle puisse s'adapter et développer ses activités dans un monde changeant et incertain. Cette approche considère que la performance des firmes repose sur l'hétérogénéité des ressources et des caractéristiques des ressources détenues. Pour procurer un avantage concurrentiel soutenable dans le temps, les ressources se doivent d'être rares, valorisables, difficilement imitables et non-substituables (Barney, 1986).

⁴ Dans la suite de cet écrit, lorsque nous parlerons d'approche fondée sur les ressources, nous entendrons cette approche comme agrégation de ces diverses composantes à savoir l'approche en terme de compétences (Hamel et Prahalad, 1991), l'approche en terme de connaissances (Grant, 1991) et l'approche en terme de capacités dynamiques (Tece, Pisano et Shuen, 1997).



Diverses études ont montré que les facteurs spécifiques des firmes étaient à l'origine de la performance de celles-ci (Hansen et Wernerfelt, 1989 ; Rumelt, 1991). Une étude de Markides (1995) a montré que les entreprises qui s'étaient recentrées sur leur cœur de métier avaient connu une performance supérieure. L'approche fondée sur les ressources repose alors sur la capacité d'intervention (Hamel et Prahalad, 1990) de l'entreprise sur son marché. L'entreprise crée de la valeur car grâce à ses ressources idiosyncrasiques, elle va développer un avantage concurrentiel basé sur une capacité à offrir différemment ce qui est déjà proposé par la concurrence, ou à inventer de nouveaux marchés.

L'externalisation dans ce cadre d'analyse est appréhendée comme permettant à l'entreprise de libérer des ressources qui seront ainsi utilisées dans les activités stratégiques centrales des firmes (Bettis, Bradley et Hamel, 1992). Cette action revient ainsi à confier à un acteur spécialisé des activités qu'il saura mieux faire que l'entreprise permettant ainsi à l'entreprise de développer ses propres capacités (Dierickx et Cool, 1989). Ce recentrage permet ainsi de diminuer les risques et de créer plus de flexibilité pour l'entreprise externalisatrice (Quinn, 1999). Le fait de cette focalisation autorise ainsi l'entreprise à créer de la valeur en développant les stocks d'actifs stratégiques (Dierickx et Cool, 1989), et permet également de lutter contre l'érosion de ces actifs (Arrègle et Quélin, 2000). Ceci a pour effet d'accroître la performance de la firme et donc de créer de la valeur pour l'actionnaire. Les ressources ainsi libérées des activités externalisées permettent à l'entreprise de se constituer des rentes schumpétériennes. Les entreprises cherchent alors à innover et à prendre de l'avance sur la concurrence. L'opération de destruction créatrice peut ainsi être aisément facilitée par le recours à une stratégie d'externalisation.

La création de valeur vient également du fait que par le biais d'une externalisation, l'entreprise externalisatrice a la possibilité de déployer ses ressources avec un effet de levier significatif en utilisant les capacités et les investissements du prestataire (Quinn, 1999). En effet, il a été démontré par Dragonetti, Dalsace et Cool (2001), que le facteur explicatif principal du recours à une externalisation était d'apprendre du prestataire. De fait l'externalisation apparaît comme pouvant créer de la valeur car permettant d'augmenter la capacité d'innovation par échange avec le partenaire (Quinn, 1999). Mais les implications en terme de création de valeur des capacités organisationnelles peuvent être plus vastes. Cinq capacités (Milan, 1991), qui représentent la capacité managériale à améliorer en permanence l'efficacité et l'efficience de la firme, sont présentées comme essentielles (repris de Hoarau et Teller, 2001):



- la capacité à réduire le temps de réponse
- l'acuité qui consiste à voir clairement son environnement tel qu'il est et non tel que l'on souhaiterait qu'il soit
- la qualité, qui accroît la satisfaction des clients
- la multivalence qui concerne « la capacité d'une entreprise à gérer des équipes et à se développer sur des marchés de sensibilité et de culture différentes »
- la capacité d'innovation qui permet de créer de nouvelles valeurs par convergence d'éléments existants ou par la découverte de nouveautés.

L'externalisation sur ces points apparaît comme un moyen d'améliorer ces capacités et donc de créer de la valeur. En effet, l'échange avec le partenaire va donner accès à l'entreprise externalisatrice à un ensemble de compétences et capacités qui vont permettre de faire évoluer ces propres routines et ainsi de modifier ces capacités. L'externalisation va bien évidemment permettre d'accroître le délai de réponse ou d'augmenter la qualité délivrée au client. Mais le fait d'être en relation avec un prestataire va également avoir comme effet d'avoir une autre vision de son propre marché, à s'imprégner d'une autre culture et à développer la capacité d'innovation. Cela ressort très clairement de l'analyse de l'externalisation des activités informatiques de Xerox auprès d'EDS (Kern et Willcocks, 2001). Xerox a pu, grâce à cette externalisation, redresser une situation de perte de compétitivité importante notamment parce que cette relation lui a permis d'apprendre de nouvelles compétences, de se renforcer sur ces compétences centrales mais surtout, de développer de nouvelles capacités à intervenir sur son marché, à innover et à s'imprégner d'une culture différente.

Mais il s'agit alors de ne pas externaliser les activités qui sont trop proches du cœur de métier. En effet, confier à un prestataire des activités engendre un risque de dépendance (Aubert, Patry et Rivard, 2000a) mais également un risque de perte de compétences (Brousseau, 1997). Il s'agit dès lors de veiller à ce que les ressources externalisées ne mettent pas en péril, par leur absence de la sphère hiérarchique, l'avantage concurrentiel de la firme. Ceci est d'autant plus prégnant qu'il est estimé comme très peu probable de pouvoir ré internaliser des activités précédemment externalisées (Barthélémy, 2001).

Il existe toutefois des limites au recentrage. En effet, une focalisation trop forte sur les compétences centrales peut empêcher de prendre avantage des sources externes d'apprentissage (Mahnke, 2000) parce que réduisant la capacité d'absorption de la firme (Cohen et Levinthal, 1992).



2.3. DECISIONS STRATEGIQUES ET CREATION DE VALEUR : UNE REVUE DES ETUDES EMPIRIQUES

Bien que n'ayant trouvé d'études sur le lien existant entre les stratégies d'externalisation et la création de valeur, il semble opportun d'analyser ce que les recherches empiriques ont su trouver des autres formes de décisions stratégiques sur la création de valeur. De nombreuses études se sont portées sur les acquisitions, les alliances, la diversification et les stratégies de désinvestissement. Nous commencerons par décrire les résultats des deux premières formes pour nous attarder plus longuement sur le désinvestissement qui apparaît comme la stratégie la plus proche de l'externalisation.

Traitant les acquisitions, les alliances et la diversification comme des stratégies d'investissement⁵, une première constatation d'ordre générale peut-être dressée sur la base des travaux de Woolridge et Snow (1990). Ces auteurs ont montré que les décisions d'investissement, et ce quelle qu'en soit la nature, sont créatrices de valeur pour les actionnaires (rendements anormaux positifs). En outre, ils soulignent que plus les investissements sont entrepris dans des activités éloignées du cœur de métier, plus les rendements anormaux étaient faibles. Ce constat sur les stratégies d'investissement semble être plutôt unanimes (Del Brio, De Miguel, Pindado, 2001). Il est toutefois important de remarquer que l'impact boursier des décisions d'investissement diffère selon la qualité des opportunités d'investissements, des free cash flow et de la source de financement (Del Brio, Perote et Pindado, 2000).

Concernant les stratégies d'acquisition, les résultats apparaissent mitigés. En effet, il est globalement constaté une faible création de valeur voire une destruction pour l'entreprise acquéreuse (Meschi et Métails, 2002) même si Hubler et Meschi (2000) constatent des rendements anormaux positifs et significatifs⁶. Ces résultats globaux sur les stratégies d'acquisition peuvent se rapprocher des résultats concernant les stratégies de diversification, considérant qu'une acquisition peut mener à une diversification des activités, et donc concernant des activités plus ou moins éloignées des activités de base. Or les stratégies d'acquisition diversifiées sont destructrices de valeur (Doukas, Holmén et Travlos, 2001) s'expliquant par des risques accrus d'anergies (Linn et Rozeff, 1984) et par une augmentation des problèmes d'agence (Denis, Denis et Sarin, 1997).

⁵ Nous excluons ici le désinvestissement bien que celui-ci puisse être considéré comme une stratégie conjointe d'investissement et de financement (Sentis, 1999).

⁶ Ceci semblant s'expliquer par la spécificité de ces acquisitions qui étaient complémentaires (Meschi et Métails, 2002)



Pour ce qui est des stratégies d'alliances, les résultats semblent contredire le présupposé de création de valeur intrinsèque aux alliances. En effet, celles-ci sont supposées permettre des économies d'échelle, de champ, un partage des risques, une acquisition facilitée de compétences (Doz et Hamel, 1998). Les résultats semblent tous indiquer un impact négatif (Hubler et Meschi, 2002, 2000). Ces résultats sont toutefois modérés en fonction par l'accumulation ou la reconnaissance de capacités particulières des entreprises telles que l'expérience managériale et l'expérience géographique. En outre, la littérature tant académique que managériale reconnaît le fort taux d'échec des stratégies d'alliance (Dyer, 2001), ce qui peut avoir un impact sur l'appréciation par les actionnaires de ce type de décision.

Les stratégies évoquées précédemment, bien que représentatives de manœuvre à fort taux de diffusion sont relativement éloignées des stratégies d'externalisation. Ces dernières s'apparentent plus à des stratégies mixtes de désinvestissement et de coopération. En effet, une externalisation implique une cession partielle d'actifs au prestataire moyennant finance, ce qui correspond à la notion de désinvestissement (Santis, 1999). Toutefois, le désinvestissement dans ce cadre, loin d'exclure un lien entre ces actifs et le cédant, ne fait que le transformer en une relation inter-organisationnelle. Or pour ce dernier point, la création de valeur va provenir du fait des synergies plus forte que va obtenir l'acquéreur (Hite, Owers et Rogers, 1987), synergies dont va pouvoir profiter l'externalisateur de par les relations contractuelles avec le prestataire. La création de valeur va reposer notamment sur le fait que le désinvestissement va permettre à la firme de se recentrer sur son cœur de métier. John et Ofek (1995) ont montré que l'impact positif sur la création de valeur était liée à des désinvestissements concernant des segments non reliés à leur business ou des désinvestissements de focalisation. Ces résultats se retrouvent dans d'autres études (DeLong, 2001 ;voir Santis, 1999, pour une revue). Enfin, le désinvestissement va permettre à la fois une réallocation plus efficiente mais également un désendettement qui lui également sera source de création de valeur (Santis, 1999). Nous retiendrons ainsi, pour la suite de cette recherche, la proximité de l'externalisation avec les stratégies de désinvestissement, même si cette première diffère par les liens que le cédant conserve avec les actifs cédés et donc par les liens particuliers noués entre l'externalisateur et le prestataire.



2.4. HYPOTHESES DE LA RECHERCHE

Des constatations précédentes, nous pouvons donc résumer que la création de valeur pour l'actionnaire va se présumer dans les stratégies d'externalisation soit parce que celle-ci correspond à une recherche d'efficience, soit parce que celle-ci correspond à la volonté de libérer des ressources qui seront réinvesties dans d'autres plus stratégiques. Il s'agit donc de percevoir les origines de la rente que va pouvoir ainsi obtenir l'actionnaire. Partant du principe que ces stratégies sont potentiellement créatrices de valeur et qu'elles découlent d'une intention stratégique de la part des firmes (Hamel et Prahalad, 1989), nous poserons la première hypothèse suivante :

Hypothèse 1 : l'effet de l'annonce d'une externalisation sur le cours de bourse sera positif.

Quant à présumer l'ampleur de l'effet et sa durée, nous nous devons de prendre en considération les divers risques associés à cette stratégie et ce, quelles que soient les motivations retenues par les firmes. Les résultats de l'externalisation sont incertains (Aubert, Patry et Rivard, 2000a) et les risques de pertes de compétences et de risques sociaux sont autant de paramètres qui peuvent différer ou modifier la création de valeur pour l'actionnaire. Cela permet de présager que l'actionnaire sera très à l'écoute, les jours et les mois suivants, tant des décisions et mises en place managériales que des réactions salariales. En outre, la possibilité de ré internaliser les activités est très faible et quoiqu'il en soit coûteuse. Ces diverses constatations ne nous permettent pas d'émettre clairement une hypothèse sur la durée. Pour ce qui est de l'effet, nous pouvons nous attendre, en se référant également aux résultats observés sur les alliances (Hubler et Meschi, 2000) à un impact relativement faible. Aussi pouvons-nous formuler l'hypothèse suivante :

Hypothèse 2 : compte tenu des risques de l'externalisation, l'impact de l'annonce sur le cours boursier faible.

3. ANALYSE DE LA CREATION DE VALEUR : UNE ETUDE D'EVENEMENT

3.1. LES DONNEES ET LA METHODOLOGIE

La période de l'étude s'étend de janvier 1994 à novembre 2002 compris. Durant cette période, ont été relevées toutes les annonces d'externalisations concernant des sociétés cotées. Le principal quotidien français de la presse économique, *Les Echos*, a été utilisé comme source d'information des annonces. Cette recherche a été menée de manière automatique en utilisant



le mot-clé « externalisation », à l'exclusion de tout autre tel sous-traitance, partenariat⁷. Nous avons ainsi obtenu une liste exhaustive des annonces d'externalisation. Liste exhaustive car nous ne nous sommes intéressés qu'aux conclusions d'accords, excluant ainsi toute déclaration d'intention. La date de l'événement considérée est alors celle de la publication de l'information dans la presse. Lorsque la même information était publiée à des dates différentes, la date de sa première publication a été retenue.

Une méthodologie classique d'études d'événements a été mise en œuvre. Pour chaque annonce d'externalisations identifiée à l'étape précédente, un modèle de marché a été estimé pour le titre (i) correspondant sur une période d'estimation de 200 jours de bourse précédant et jouxtant la fenêtre de l'événement, de la forme unifactorielle :

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

Où R_{it} et R_{mt} sont respectivement le rendement du titre i et le rendement moyen du marché sur la période t (t = 1, ..., 200). Le rendement du marché est dans cette estimation celui de l'indice SBF 250, indice le plus large et représentatif disponible sur le marché français des actions.

Les événements pour lesquels cette estimation était impossible ont été retirés, notamment et principalement du fait d'une non cotation du titre sur une partie de la période d'estimation rendant celle-ci irréalisable dans des conditions identiques. De même, après chaque estimation du modèle, un test du F et un test de Student bilatéral du coefficient β_i ont été conduits, afin de s'assurer de la validité générale du modèle et de la significativité de ce coefficient. Ont alors été retirées les événements ne satisfaisant pas à ces deux conditions de validité aux seuils statistiques habituels.

En fin de compte, un échantillon de 34 annonces d'externalisations a été constitué, comprenant tous les événements disponibles identifiés sur la période de l'étude et satisfaisant à ces trois conditions d'estimabilité et de validité du modèle. Du fait de la taille de notre échantillon, il ne sera pas possible d'inclure, dans la suite de la recherche, des variables de contrôle explicatives malgré l'intérêt d'une telle approche.⁸

⁷ Considérant que l'externalisation n'est pas sous-traitance et que le terme partenariat pouvait englobé bien trop de formes diverses, nous avons donc décidé de restreindre la recherche à la stricte utilisation du terme externalisation.

⁸ Nous reviendrons sur ce point concernant les limites de notre étude.



La réaction des cours des actions est estimée par l'évaluation du rendement anormal généré par l'annonce d'une externalisation. Ce rendement anormal est alors la différence entre le rendement observé du titre sur une période et son rendement normal, correspondant au rendement qui aurait été celui de ce titre sur cette période si l'événement n'était pas survenu. Le rendement normal est ici pour chaque titre et sur chaque période de la fenêtre de l'événement le rendement du titre évalué à l'aide du modèle de marché précédemment estimé. On a ainsi pour chaque titre i et chaque période t de la fenêtre de l'événement :

$$RA_{it} = RO_{it} - RN_{it}$$

Avec :

$$RN_{it} = R_{it} = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{mt}$$

Où RA_{it} , RN_{it} et RO_{it} sont respectivement le rendement anormal, le rendement normal et le rendement observé du titre i sur la période t .

La fenêtre de l'événement prise en compte, période de temps entourant la date de l'événement durant laquelle a été recherchée l'influence de l'événement sur les cours, comprenait les dix jours de bourse précédant et suivant la date de l'annonce. On a alors dans l'estimation des rendements normaux et anormaux : $t = -10, \dots, 0, \dots, +10$, correspondant à une fenêtre de l'événement de 21 jours. Une semaine de bourse comprenant généralement cinq jours de bourse effectifs, la fenêtre de l'événement utilisée comprenait ainsi approximativement les deux semaines précédant et suivant les dates d'annonces des externalisations. La justification de la taille de la fenêtre est de deux ordres : tout d'abord, notre objectif est d'étudier l'impact de la conclusion de l'accord et de son annonce (et non pas l'impact de l'externalisation) sur le cours boursier (une fenêtre plus large pourrait intégrer des informations non pertinentes pour l'étude même si liées à l'externalisation ; Del Brio, Miguel et Pindado, 2001), ensuite, ce choix a été également le fruit d'une recherche d'homogénéité en terme d'événement (ce qui rejoint la première justification).

Des rendements anormaux moyens (RAM_t) ont été ensuite calculés par la moyenne arithmétique des rendements anormaux des différents événements de l'échantillon à chaque période t de la fenêtre de l'événement ($t = -10, \dots, +10$). Ces rendements anormaux moyens mesurent alors l'impact moyen de l'annonce de l'externalisation à une distance donnée t de la date de l'événement.



$$RAM_t = \frac{\sum_i RA_{it}}{N}$$

Ces rendements anormaux moyens ont été ensuite cumulés sur la fenêtre de l'événement complète, puis sur différentes sous périodes de celle-ci. Sur une période $[t_1 ; t_2]$ appartenant à la fenêtre de l'événement on évalue ainsi un rendement anormal moyen cumulé (RAMC $[t_1 ; t_2]$) destiné à estimer l'impact global de l'événement sur l'ensemble de la période $[t_1 ; t_2]$ considérée.

$$RAMC [t_1 ; t_2] = \sum_{t=t_1}^{t_2} RAM_t$$

La significativité statistique de ces rendements anormaux moyens cumulés a ensuite été systématiquement testée.

Dans un premier temps les rendements anormaux ont été individuellement standardisés permettant ainsi l'estimation de rendements anormaux standardisés (RAS $_{it}$) ($i = 1, \dots, N ; t = -10, \dots, +10$) pour chaque titre i et chaque période de la fenêtre de l'événement t , par l'écart type de l'erreur aléatoire du modèle de marché, estimé sur les 200 jours de la période d'estimation (S_i) :

$$RAS_{it} = \frac{RA_{it}}{S_i}$$

$$\text{Où } S_i = \sqrt{\frac{\sum (\varepsilon_{ij} + \mu_i)^2}{\alpha - 1}} \quad \text{avec } \mu_i = \frac{\sum_{j=1}^d \varepsilon_{ij}}{d}$$

Où :

- d est la longueur de la période d'estimation (ici= 200 jours)

- ε_{ij} est une erreur aléatoire du titre i sur la période j appartenant à la période d'estimation ($j=1, 2, \dots, 200$)

Ces rendements anormaux standardisés ont ensuite été agrégés, puis cumulés, pour calculer des rendements anormaux standardisés moyens (RASM $_t$), puis des rendements anormaux standardisés moyens cumulés (RASMC $[t_1 ; t_2]$), soit :



$$RASM_t = \frac{\sum_{i=1}^N RAS_{it}}{N}$$

Et,

$$RASM_C [t_1 ; t_2] = \sum_{t=t_1}^{t_2} RASM_t$$

Ces rendements anormaux standardisés moyens cumulés ont alors permis la conduite d'un test des rendements anormaux moyens cumulés par un test de Student bilatéral en tenant compte de la taille de l'échantillon considéré (N) et du nombre de périodes de la période $[t_1 ; t_2]$ envisagée. Le critère de ce test est alors :

$$T (RAMSC [t_1 ; t_2]) = \frac{RASM_C[t_1 ; t_2] \cdot \sqrt{N}}{\sqrt{n}}$$

n étant le nombre de périodes sur lesquelles est effectué le cumul, soit $n = t_2 - t_1$

L'idée de notre démarche est de mettre en évidence les rendements anormaux cumulés, qui sont directement lisibles et interprétables, mais également de tester leur significativité, test qui nécessite la standardisation. De fait, le choix a été fait de standardiser dès l'origine les rendements anormaux (d'autres méthodes existent, pour une revue, voir Hubler, 1993). Cette méthode présente l'avantage de standardiser les rendements anormaux générés par chaque événement par un écart-type spécifique et distinct (Si, dont la formule est donnée plus haut).

3.2. LES RESULTATS STATISTIQUES

Les résultats statistiques ont été recherchés sur différentes fenêtres au sein de la fenêtre de l'événement. Le choix de ces fenêtres et la structuration de leur enchaînement s'articule autour de trois dimensions de trois fenêtres chacune.

Dans un premier temps, des fenêtres « centrées » sur la date de l'annonce, progressivement de plus en plus courtes, ont été envisagées. Au delà de la fenêtre totale de l'événement, comprenant les 10 jours entourant la date de l'annonce (-10j ; +10j), ont été ainsi considérées successivement des fenêtres comprenant les cinq jours (-5j ; +5j), les deux jours (-2j ; +2j), puis le jour (-1j ; +1j) précédent et suivant l'annonce.

Dans un second temps, des fenêtres « complémentaires » aux fenêtres précédentes ont été étudiées, comprenant les périodes de la fenêtre de l'événement qui leurs étaient postérieures.



En ce sens, les fenêtres (+6j ;+10j), (+3j ;+10j) et (+2j ;+10j) ont été construites à partir des trois fenêtres centrées précédentes.

Enfin, au sein des fenêtres centrées sur la date de l'annonce les plus étroites, des fenêtres « asymétriques » ont été prises en compte, cherchant à appréhender plus particulièrement l'aspect anticipatif de l'annonce dans la presse par le marché, en recherchant une influence de l'événement durant les quelques jours précédant la date de l'annonce. Ont été ainsi retenues, au sein des fenêtres (-2j ;+2j) et (-1j ;+1j) les fenêtres (-1j ;0), (-2j ;0) et (0 ;+2j).

A contrario, un premier résultat de l'étude apparaît lorsque l'on considère l'ensemble de la fenêtre de l'événement (-10j ;+10j). Les résultats obtenus sont alors les suivants :

Fenêtre considérée [t1 ;t2]	RAMC	RASMC	T(RASMC)
[-10j ;+10j]	0.0119	0.5446	0.6930

Si on prend en compte globalement l'ensemble de la fenêtre de l'événement, il semble à ce stade que l'annonce d'une externalisation n'entraîne aucune réaction du marché durable, subsistant dix jours après la date de l'annonce. Ceci ne signifie pas que l'événement étudié n'a aucun impact sur le marché, mais plus précisément que si l'on considère dans sa totalité l'ensemble de l'impact cumulé de l'événement durant la fenêtre étudiée, aucun impact significatif n'est mis en évidence. Autrement dit, si une influence existe de l'annonce d'externalisations sur les cours boursiers, celle-ci ne peut être que ponctuelle ou localisée dans le temps, sans laisser de trace significative durable sur l'évolution du marché.

En effet, sur des fenêtres centrées sur la date de l'événement, plus courte que la précédente, les résultats obtenus sont les suivants :



Fenêtre considérée [t1 ;t2]	RAMC	RASMC	T(RASMC)
[-5j ;+5j]	0.0189	2.5916	4.5564(***)
[-2j ;+2j]	0.0156	4.8433	12.6298(***)
[-1j ;+1j]	0.0091	6.1479	20.6970(***)

(***) : significatif au seuil de 1%.

Un impact hautement significatif de l'annonce des externalisations est ici clairement mis en évidence. Cette influence apparaît positive (+1,89% en moyenne) et localisée au sein de la fenêtre (-5j ;+5j), soit environ sur la semaine précédent et celle suivant la date de l'annonce. Ce résultat n'est pas contradictoire avec le résultat précédent obtenu sur la fenêtre (-10j ;+10j). Rapproché de celui-ci, il conforte l'hypothèse selon laquelle, durant les quelques jours entourant l'annonce d'externalisations, un impact significatif positif sur les cours des actions existe, sans pour autant y exercer une influence durable au delà de cet intervalle.

Ces résultats permettent également de préciser la localisation temporelle de cette influence. Il semble, notamment, que celle-ci se trouve concentrée en grande partie durant les deux jours entourant l'annonce (pour 1,56% sur 1,89%) et, au delà, pour moitié entre la veille et le lendemain de sa date de sa diffusion dans la presse (0,91% sur 1,89%).

Sur la série des trois fenêtres « complémentaires », postérieures aux trois fenêtres précédentes, les résultats obtenus sont les suivants :



Fenêtre considérée [t1 ;t2]	RAMC	RASMC	T(RASMC)
[+6j ;+10j]	-0,0003	-0,1054	-0,2748
[+3j ;+10j]	0,0004	0,8379	1,7275(*)
[+2j ;+10j]	0.0012	1,2493	2,4283(**)

(*) et (**): respectivement significatif au seuil de 10% et 5%.

Ils concordent avec les hypothèses envisagées précédemment en confirmant, d'une part, l'absence d'un impact significatif subsistant de l'événement au-delà de la première semaine suivant la date de l'annonce (aucun résultat significatif sur la fenêtre (+6j ;+10j)) et, d'autre part, la présence significative positive mais de faible ampleur d'une influence des externalisations sur les cours sur quelques jours au-delà du lendemain de l'annonce. De ce fait, on observe un impact positif de moindre importance sur les fenêtres [+2j ;+10j] et [+3j ;+10j] et aucune influence sur la fenêtre [+6j ;+10j]. Toute conséquence de l'événement sur les cours paraît donc, ici encore, achevée cinq jours de bourse après l'annonce et concentré durant les deux jours entourant l'événement avec un prolongement de faible ampleur durant les quelques jours suivants.

Sur la troisième série de fenêtres, dites « asymétriques », permettant de préciser l'analyse de l'impact significatif positif précédemment mis en évidence durant ces deux jours entourant la date de l'annonce et, notamment, l'éventualité d'une anticipation de l'événement par le marché, les résultats obtenus étaient les suivants :

Fenêtre considérée [t1 ;t2]	RAMC	RASMC	T(RASMC)
[-1j;0]	0.0017	3.1994	13.1912(***)
[-2j ;0]	0.0023	2.2836	7.6877(***)
[0 ;+2j]	0.0189	3.2813	11.0466(***)

(***) : significatif au seuil de 1%.

Sur ces trois fenêtres également des résultats significatifs apparaissent. On peut remarquer que l'impact de l'annonce sur la fenêtre [0;+2j] (soit 1,89%) est sensiblement identique ou proche de celui estimé précédemment sur les fenêtres [-5j;+5j] et [-2j;+2j]. De fait on pourrait être amené ainsi à penser que cette influence se situe principalement au sein de ces fenêtres entre le jour même et le deuxième jour suivant cette date. Cette conclusion est corroborée par les estimations de cet impact sur les deux autres fenêtres, significativement positif également, mais d'une importance beaucoup plus faible (0.17% sur [-1j;0], 0.23% sur [-2j;0], pouvant provenir de l'inclusion du jour de l'annonce lui-même dans ces fenêtres. Il semble donc que l'annonce d'externalisations n'ait pas été, ou dans une faible mesure, anticipée par le marché durant les jours précédents et entraîne une réaction significativement positive des cours boursiers principalement sur une période comprenant le jour même de l'annonce et les deux jours suivants.

3.3. DISCUSSION DES RESULTATS

Il ressort des analyses précédentes que notre hypothèse première se trouve validée. En effet, il existe bien un effet positif de l'annonce de l'externalisation sur le cours de bourse. Cet effet est de forte significativité et laisse donc apparaître une certaine confiance de la part du marché. Cette réaction n'apparaît pas comme surprenante au vu des bénéfices potentiels tant en terme d'efficience que d'efficacité pouvant être générés par ce type de stratégie. En outre, cet effet se trouve être d'assez forte ampleur, renforçant l'idée de confiance. Le marché semble accueillir positivement l'externalisation comme permettant un repositionnement stratégique de l'entreprise. Ce résultat peut être mis en parallèle des résultats issus des analyses en terme d'alliances et d'acquisitions (Hubler et Meschi, 2000). Les résultats sur les



alliances donnaient essentiellement des effets significativement négatifs, mettant en avant un comportement de défiance à l'égard de cette stratégie. Pour ce qui est des acquisitions, les résultats démontrent des effets significativement positifs. Ceci peut s'interpréter, par hypothèse, à une préférence pour les stratégies à dominante hiérarchique plutôt que coopératives. Même si l'externalisation peut apparaître comme coopérative, elle reste fortement imprégnée de hiérarchie en ce sens que l'entreprise externalisatrice reste maître d'œuvre. Ceci se retrouve également dans la confusion au niveau des annonces entre externalisation et sous-traitance.

En outre, la durée de l'impact est de faible amplitude. Il est à remarquer que le marché n'a absolument pas anticipé cette annonce et que l'effet de l'annonce se dissipe relativement rapidement. Le marché semble donner un signe plutôt favorable mais se positionne en attente. Attendu que les risques de cette stratégie sont relativement importants, le marché semble en effet attendre « la suite des événements » et notamment s'il y aura ou non des effets de blocage sociaux. Nous pouvons remarquer que depuis la jurisprudence Perrier (1992) portant sur le contrat de travail des salariés transférés, le droit s'est positionné en véritable arbitre des stratégies d'externalisation. Cet arbitrage peut tout à fait remettre en cause le processus d'externalisation. Nous pouvons également émettre l'hypothèse que l'externalisation peut être perçue comme la simple signature d'un contrat ayant ainsi un effet positif mais sur une courte période, reflétant la non-perception de la dimension fondamentalement stratégique de cette action. Ceci peut, encore un fois, être recoupé avec la confusion existant entre externalisation et sous-traitance.

Ces résultats peuvent être rapprochés des résultats concernant les désinvestissements. Nous constatons un effet positif mais de moindre ampleur que dans le cadre des stratégies de désinvestissements ce qui peut en partie s'expliquer par le caractère mixte de l'externalisation. Ces résultats nous semblent intéressants car démontrant que l'externalisation peut être perçue comme un stratégie mixte, désinvestissement et coopération, expliquant ainsi en quoi les résultats peuvent être proches de ceux sur les désinvestissements. En outre, nous pouvons rapprocher ces résultats des deux théories mobilisées. La théorie des coûts de transaction et l'approche fondée sur les ressources laissaient entrevoir un résultat positif mais l'on pouvait s'attendre à une durée, notamment, plus importante.

Cette faible durée dans le temps de l'effet peut s'expliquer par le risque d'opportunisme qui est très important et ceci peut avoir pour conséquence de modifier substantiellement la structure des coûts, risquant alors de détruire de la valeur. Pour Hamel et Prahalad (1990),



l'externalisation est une forme intermédiaire permettant à l'entreprise de se construire un portefeuille de compétences et permettant un apprentissage spécialisé. Mais cette notion de temporalité peut faire craindre une non création de valeur car, non seulement le lien se tissant entre les partenaires est, certes temporaire, mais long et impliquant. En outre, la création de valeur pour l'entreprise externalisatrice va, non seulement dépendre des résultats de l'externalisation, mais également de sa capacité à réorienter ses ressources afin de se doter d'un avantage concurrentiel solide et soutenable. Il existe ainsi une double incertitude et une durée prévisible de retour sur investissement relativement long.

Enfin, il nous semble important de resituer notre étude par rapport à l'efficience des marchés. Les études d'événements reposent une forme d'efficience semi-forte (Goffin, 1999). En lien avec cette forme et les hypothèses sous-jacentes, la méthodologie des études d'événement centre son analyse sur les réponse du marché à court terme (Del Brio, Miguel et Pindado, 2001).

4. CONCLUSION

Nous avons voulu, au cours de cet article, percevoir la réaction du marché boursier suite à l'annonce d'une externalisation comme moyen de faire le lien entre cette stratégie et la création de valeur pour l'actionnaire. Ce travail souhaitait combler un vide, à savoir l'inexistence de telles études alors qu'elles sont légions dans le cadre des alliances. Partant des deux théories que sont la théorie des coûts de transaction et l'approche fondée sur les ressources, nous avons mis en perspective les divers éléments tant en terme de création de valeur qu'en terme de risque. Le recours à la méthodologie de l'étude d'événement nous a permis d'analyser les effets de ces annonces comme exprimant l'interprétation par le marché d'une telle stratégie sur la valeur future. Les résultats mettent ainsi en avant un impact très significativement positif et d'assez forte ampleur mais un effet très focalisé dans le temps, à savoir autour de la date et essentiellement après celle-ci. Les résultats laissent à penser que le marché a plutôt confiance en cette stratégie mais se positionne rapidement en attente au vu des divers risques pouvant y être associés. Il est ainsi intéressant de noter que les deux théories mobilisées ne sont que partiellement validée car elles présupposent des effets plus durables dans le temps. La non perception de cette temporalité peut être due à la vision court termiste des études d'événements.

Notre étude appelle plusieurs commentaires. Tout d'abord, la faiblesse de notre échantillon représente une limite en ce sens que les résultats se trouve être encore trop sensible à l'ajout ou au retrait d'un événement. Il eut été plus intéressant de pouvoir baser notre analyse sur un



échantillon plus important. En outre, il eut été très pertinent de pouvoir analyser les résultats au regard des deux théories mobilisées en introduisant une variable supplémentaire. En effet, il serait intéressant d'analyser si des différences d'effets existent entre les stratégies d'externalisation basées sur la notion d'efficacité ou sur les stratégies basées sur le recentrage. En outre, et au regard d'autres analyses basées sur le même type d'étude mais portant sur des stratégies différentes, il serait intéressant de pouvoir introduire dans le modèle des variables de contrôle telles que la taille, le secteur d'activité, la réputation du prestataire afin d'avoir une analyse plus fine et différenciée de la création de valeur (mais ceci reste lié à la taille de l'échantillon). En effet, par exemple, la taille de la firme semble avoir une influence tant sur la décision d'externalisation que sur sa potentielle performance (Mol, Van Tulder et Beije, 2002). Il apparaît donc nécessaire de poursuivre ce type d'analyse en ayant recours à d'autres méthodes de recherche d'informations.



5. BIBLIOGRAPHIE

- ARREGLE J-L. et QUELIN B. (2000) ; *l'approche resource-based view à la croisée des chemins* in le management stratégique des compétences, éditions ellipses.
- AUBERT B.A. , PATRY M. & RIVARD S (2000a) ; *assessing the risk of IT outsourcing*, CIRANO, working paper, Montreal.
- AUBERT B.A. , PATRY M. & RIVARD S (2000b) ; *managing the risk of IT outsourcing*, CIRANO, working paper, Montreal.
- BADEN-FULLER C., TARGETT D. & HUNT B. (2000) ; *outsourcing to outmanoeuvre : outsourcing re-defines competitive strategy and structure*, European management journal, Vol. 18.
- BARNEY J.(1986) ; Strategic factor Markets : expectations, luck and business strategy ; Management Science, 32, 10, pp 1231-1241.
- BARTHELEMY J. (2001), *les stratégies d'externalisation*, Dunod.
- BARTHELEMY J. (1998) ; *la dimension contractuelle de l'outsourcing : analyse théorique et étude de quinze cas informatiques français*, 7^{ème} conférence internationale de management stratégique, 27-29 mai, Louvain-la-Neuve, Belgique.
- BETTIS R.A., BRADLEY S.P. & HAMEL G. (1992); *outsourcing and industrial decline*, academy of management executive, Vol. 6.
- BRIO E. Del, MIGUEL A. De & PINDADO J. (2001); *investment and firm value: an analysis using panel data*, SSRN working paper.
- BRIO E. Del, PEROTE J. & PINDADO J. (2000); *measuring the impact of corporate investment announcements on share prices*; Working paper, université de salamanque.
- BROUSSEAU E. (1997) ; *analyse économique des pratiques liées à l'externalisation*, colloque « aspects juridiques de l'externalisation », centre de droit des contrats, université de Lille II, 21 novembre.
- CHARREAUX G. & DESBRIERES P. (1998) ; *gouvernance des entreprises : valeur partenariale ou valeur actionnariale*, revue Finance-Contrôle-Stratégie, n°2, Juin.
- COHEN W.M. & LEVINTHAL D.A. (1992) ; *Absorptive Capacity : a new perspective on learning and innovation* ; Administrative science Quaterly, vol.35, pp 128-152.
- DELONG G.L. (2001); *focusing versus diversifying bank mergers: analysis of market reaction and long-term performance*, SSRN working paper.
- DENIS D.J., DENIS D.K. & SARIN A. (1997); *agency problems, equity ownership and corporate diversification*, Journal of Finance, 52, p 135-160.



- DIERICKX I. & COOL K. (1989); *asset stock accumulation and sustainability of competitive advantage* ; Management Science, Vol. 35, N°12, December.
- DOUKAS J.A. , HOLMEN M. & TRAVLOS N.G. (2001); *corporate diversification and Firm performance: evidence from Swedish acquisitions*; SSRN working paper.
- DOZ Y.L. & HAMEL G.(1998); *alliance advantage: the art of creating value through partnering*, Harvard Business School Press.
- DRAGONETTI N.C, DALSACE F. & COOL K.(2001); *a comparative test of the efficiency, focus and learning perspectives of outsourcing*, Working paper, INSEAD.
- DYER J.H. (2001); *how to make strategic alliances work*, MIT Sloan Management Review, Vol.42, Issue 4, p 37-43.
- GOFFIN R. (2001); *principes de finance moderne* ; 3^{ème} édition, Economica.
- HAMEL G. et PRAHALAD C.K. (1990); *the core competence of the corporation*, Harvard Business Review, mai-juin , p 79-91.
- HANSEN G.S. & WERNERFELT B. (1989); *determinants of firm performance : the relative importance of economic and organizational factors*, strategic management journal, Vol. 10.
- HITE G.L., OWERS J.E. & ROGERS R.C. (1987); *the market for interfirm asset sales, partial sale-offs and total liquidation*, Journal of Financial Economics, vol.18, p 229-252.
- HOARAU C. & TELLER R. (2001); *création de valeur et management de l'entreprise*, collection entreprendre, Vuibert.
- HSIEH C.M, LAZZARINI S.G. & NICKERSON J.A. (2002); *outsourcing and the variability of product performance: data from international courier services*, Proceedings of the Academy of Management Meetings, Denver.
- HUBLER J. (1993) ; *études d'événements : une nouvelle méthodologie issue de la théorie de l'information et son application à la notation* ; thèse de doctorat, université de Nancy 2.
- HUBLER J. & MESCHI P-X. (2002) ; *alliances internationales, accumulation d'expérience et création de valeur pour les actionnaires : le cas des coentreprises sino-françaises*, Finance-Contrôle-Stratégie, Vol.5, n°3, p 169-194.
- HUBLER J. & MESCHI P-X. (2000) ; *alliances, acquisitions et valorisation boursière*, Revue Française de Gestion, n°131,novembre-Décembre.
- JOHN K. & OFEK E. (1995); *asset sales and increase in focus*, Journal of Financial Economics, p 105-126.



- KERN T. & WILLCOCKS L.P. (2001); *cooperative relationship strategy in global information technology out-sourcing* in cooperative strategy-economic, business and organizational issues, edited by Faulkner D. and De Rond M., oxford university press.
- LINN S.C. & ROZEFF M.S. (1987); *the effects of voluntary spinoffs on stock prices: the anergy hypothesis*, advances in financial planning and forecasting, vol.1.
- MAHNKE V. (2000); *limits to outsourcing and the evolutionary perspective on firm boundaries*, Copenhagen Business School, working paper.
- MARKIDES C. (1995) ; *diversification, restructuring and economic performance*, strategic management journal, Vol. 16.
- MASTEN S. & CROCKER K. (1985) ; *efficient adaptation in long-term contracts : take or pay provisions for natural gas*, American economic review, Vol. 75, Issue, 5.
- MESCHI P-X. & METAIS E. (2002); *investissements Français aux Etats-Unis, stratégies de croissance et réactions du marché*, Finance-Contrôle-Stratégie, Vol.5, n°1, p 129-165.
- MILAN G. (1991); *la plate-forme stratégique dans un environnement instable*, Revue Française de Gestion, novembre-décembre.
- MOL M.J., TULDER J.M. Van & BEIJE P.R. (2002) ; *global sourcing: fad or fact?*, Erasmus Research Institute of Management, working paper, Rotterdam.
- PENROSE E. (1959); *the theory of the growth of the firm*, John Wiley.
- QUINN J. (1999); *strategic outsourcing: leveraging knowledge capabilities*, sloan management review, Summer.
- QUINN J. & HILMER F. (1994) ; *strategic outsourcing*, sloan management review, Summer.
- RUMELT R.P. (1991); *strategy, structure and economic performance*, Harvard Business Press.
- SENTIS P. (1999); *pourquoi les décisions de désinvestissement créent de la valeur*, Revue Française de Gestion, Janvier-Février.
- SIMON H.A. (1976); *from substantive to procedural rationality* in Latsis S. (ed.), methods and appraisal in economics, Cambridge UP.
- VERWAAL E., VERBEKE W. & COMMANDEUR H.R. (2002); *value creation and value claiming in make-or-buy decisions: evidence from the application service industry*, Erasmus university of Rotterdam, working paper.
- WERNERFELT B. (1984); *A resource-based View of the firm* ; Strategic Management Journal, 5(2), p 171-180.



- _ WILLIAMSON O.E. (1975); *market and hierarchies : analysis and antitrust implications*, New York, The free press.
- _ WOOLRIDGE J.R. & SNOW C.C. (1990); *stock market reaction to strategic investment decisions*, Strategic Management Journal, vol.11, p 353-363.