

ALLIANCES, ACQUISITIONS ET VALORISATION BOURSIERE :
APPLICATION D'UNE METHODOLOGIE D'ETUDE D'EVENEMENTS

Jerome HUBLER
GREFIGE
IAE de Nancy
Université de Nancy 2
13 Rue Michel Ney
54000 Nancy
Tél. 03 83 39 64 50
E-mail : hubler@plg.univ-nancy2.fr

&

Pierre-Xavier MESCHI
CRET-LOG
Faculté des Sciences Economiques et de Gestion
Université de la Méditerranée (Aix-Marseille II)
14 Rue Puvis de Chavannes
13001 Marseille
Tél. 04 91 13 96 36
Fax 04 91 90 96 49
E-mail : pxmeschi@univ-aix.fr

Mots clés : alliance, acquisition, compétence et étude d'événements

« *Le point de départ d'une démarche stratégique réussie est de choisir avec attention les « bonnes » industries dans lesquelles il faut s'investir. Certaines arènes concurrentielles possèdent un potentiel élevé de profit alors que pour d'autres, même le plus appliqué de tous les concurrents n'obtiendra qu'une rentabilité modeste* » (Buzzell & Gale, 1987 : 52, traduction personnelle) ; c'est ainsi que se résumaient les conclusions du projet PIMS - *Profit Impact of Market Strategy* -, vaste étude nord-américaine sur les déterminants de la performance. Les caractéristiques industrielles ou « environnementales » étaient propulsées au premier rang des variables explicatives du succès des entreprises, tandis que l'impact des caractéristiques internes sur la performance semblait occulter. Les résultats explicites du PIMS apportaient une assise empirique à une démarche stratégique, l'analyse structurelle de l'environnement. Cette démarche a été formulée et justifiée par Porter (1981 : 611, traduction personnelle) - « *puisque la structure de l'industrie détermine la performance, nous pourrions ignorer les comportements [organisationnels] et observer directement la structure de l'industrie afin de comprendre la performance* » - et apparaît dans cette optique de « domination de l'environnement » comme le prolongement « stratégique » des travaux de l'écologie des populations d'organisations - *population ecology of organizations* -, issus de la théorie des organisations (même si les passerelles entre les deux approches ne sont pas évoquées par les protagonistes) : « *du point de vue de l'écologie des populations d'organisations, c'est l'environnement qui est optimisateur. Ce que fait une organisation dans la population, les efforts des décideurs pour l'adapter sont sans intérêt, ni influence. Quoique l'organisation fasse, c'est l'environnement qui sélectionne les combinaisons optimales d'organisations. Si l'on veut faire intervenir une rationalité, seule compte la « rationalité » de la sélection naturelle* » (Hannan & Freeman, 1977, in Pugh, 1997 : 195, traduction personnelle).

Pourtant, le retour aux fondements de la « démarche stratégique », tels qu'ils avaient été énoncés initialement par Gilmore & Brandenburg (1962), puis par Learned *et al.* (1965), nous indique qu'un diagnostic équilibré, sans parti pris sur la pertinence présumée de telle variable plutôt que telle autre, était la condition nécessaire sans être suffisante (c'est-à-dire sans être une garantie systématique de succès) pour développer au sein de l'entreprise, une action stratégique équilibrée, privilégiant sans exclusive, ni omission, les différents leviers stratégiques à sa disposition. En se focalisant avant tout sur les caractéristiques propres à l'environnement et en négligeant celles relatives à l'entreprise, les développements théoriques « environnementaux » ont relativisé considérablement la portée de la deuxième partie du diagnostic. Cependant, comme l'ont rappelé Hofer & Schendel (1978 : 12, traduction personnelle), opérant un retour sur ces fondements, la formulation stratégique résulte de « *l'harmonisation qu'une entreprise réalise entre ses ressources et capacités internes..... et les risques et opportunités créés par son environnement* ». Une démarche stratégique équilibrée est donc appelée, d'abord dans sa phase de diagnostic, puis dans sa phase d'action, à reconsidérer et à réhabiliter le rôle « stratégique » des caractéristiques intrinsèques de l'entreprise, c'est-à-dire de ses ressources propres.

ROLE STRATEGIQUE, MARCHE ET MOBILITE DES RESSOURCES

La réhabilitation du rôle stratégique des ressources est primordiale car cela nous permet d'envisager que la performance d'une entreprise puisse se comprendre aussi en regard de ses caractéristiques propres. L'interprétation d'une position organisationnelle performante n'est plus du seul ressort de l'environnement et est ainsi élargie aux ressources de l'entreprise. L'approche environnementale ne représentant que la « moitié » de la démarche stratégique, elle se doit d'être complétée par une approche « ressource » - *resource-based view* - qui propose une autre grille de compréhension du jeu compétitif dont les règles dépassent les traditionnels facteurs clés de succès de l'environnement pour se situer au niveau des ressources détenues par les entreprises : « *les ressources incluent tous les actifs, capacités, processus organisationnels, attributs, informations, connaissances..... contrôlés par l'entreprise, qui lui permettent de formuler et de mettre en oeuvre des stratégies pour améliorer sa performance* » (Barney, 1991 : 101, traduction personnelle). Cette approche associe étroitement la performance des entreprises d'un côté, et de l'autre, la détention et la combinaison par celles-ci des ressources les plus adaptées et les plus rares à un moment donné (ces ressources sont alors qualifiées de stratégiques). L'expression de la performance comme une position de force sur des ressources stratégiques suppose de raisonner en fonction d'un « marché des ressources », sur lequel s'affrontent les entreprises. Cependant, ce marché a un fonctionnement imparfait car en-dehors des ressources physiques, technologiques et financières, définies comme tangibles, d'autres ressources sont difficiles voire impossibles à acheter et à transférer d'une entreprise à une autre : « *du moment où l'on dépasse les actifs financiers et physiques valorisés dans le bilan, les droits de propriété demeurent ambigus* » (Grant, 1991 : 128, traduction personnelle). En effet, le caractère idiosyncratique, intangible ou tacite de certaines ressources (savoir-faire managérial, capacité à organiser des réseaux, image.....) restreint considérablement la mobilité inter-organisationnelle de ces ressources. Les déséquilibres inter-organisationnels tant dans leur détention que dans leur exploitation en sont le prolongement logique. L'hétérogénéité de la performance des entreprises est ainsi à rapprocher de l'hétérogénéité dans la répartition des ressources qui résulte elle-même d'une mobilité inter-organisationnelle imparfaite de ces dernières.

ALLIANCES ET ACQUISITIONS COMME VECTEURS D'APPROPRIATION DE RESSOURCES

« *Pour survivre, les organisations ont besoin de ressources. Acquérir des ressources implique que l'organisation interagisse avec d'autres qui contrôlent ces ressources [.....]. Parce que l'organisation ne contrôle pas les ressources dont elle a besoin, l'acquisition des ressources reste problématique et incertaine* » (Pfeffer & Salancik, 1978, in Pugh, 1997 : 131, traduction personnelle). Etrangère et antérieure aux développements de l'approche ressource (là encore, les passerelles existent entre ces approches mais elles ne sont pas évoquées), l'approche de la « dépendance envers les ressources » - *resource dependence perspective* - complète néanmoins cette première approche en soulignant à la fois l'importance et la difficulté de cette phase incontournable d'appropriation. Bien qu'imparfaite, la mobilité des ressources, notamment intangibles, est stimulée par l'action de certains vecteurs organisationnels dits d'appropriation. C'est ainsi que l'approche ressource a renouvelé l'intérêt théorique porté aux mécanismes traditionnels de croissance externe, tels que les alliances et les

acquisitions, en les envisageant comme vecteurs d'appropriation et d'une façon plus générale comme facteurs de rétablissement de la mobilité nécessaire au fonctionnement du marché des ressources. A une conception traditionnelle des alliances et des acquisitions, généralement admise et orientée sur les économies de champ et d'échelle, l'accès à une zone géographique ou encore le partage de risques, l'approche ressource oppose une nouvelle conception orientée sur l'appropriation de ressources. En matière d'alliances, Hamel (1992 : 84, traduction personnelle) soulignait « *le rôle que celles-ci pouvaient jouer en effectuant une redistribution partielle de ressources entre partenaires* ». De son côté, Wernerfelt (1984 : 175, traduction personnelle) relevait que « *les acquisitions offraient l'opportunité d'acheter ou de vendre des ressources habituellement non-commercialisables* ». L'approche ressource contribue à accorder une importance « stratégique » aux alliances et aux acquisitions, en ce qu'elles permettent de dynamiser et d'enrichir le portefeuille de ressources de l'entreprise. Les alliances et les acquisitions sont au coeur de l'approche ressource en favorisant la mobilité de ressources, difficilement transférables, et en proposant une lecture explicative des variations de la performance des entreprises.

Si les alliances et les acquisitions sont reconnues par l'approche ressource comme vecteurs d'appropriation de ressources, ces derniers sont néanmoins analysés indifféremment ou isolément sans les placer sur un même plan de comparaison eu égard à leur nouvelle finalité ou conception. En effet, qu'en est-il des atouts et limites comparés des alliances et des acquisitions examinées à la lueur de leur objectif d'appropriation de ressources et de contribution à la performance de l'entreprise. L'ampleur et la nature des relations entre alliances et acquisitions d'une part, et performance de l'entreprise-partenaire et de l'entreprise-acquéreuse d'autre part, demeurent mal connues, notamment si l'on se place sous l'angle de l'appropriation de ressources. Il n'est pas de notre propos d'aborder ces relations avec une vision par trop large de la performance de l'entreprise. Au contraire, cet article ambitionne d'explorer ces relations en adoptant une optique boursière pour l'analyse de la performance des entreprises impliquées dans cette forme spécifique d'alliances et d'acquisitions. La réaction boursière à l'égard de ces alliances et de ces acquisitions a été utilisée dans cet article à la fois comme base de comparaison et critère d'évaluation de la création de richesses attendue pour les deux vecteurs d'appropriation de ressources. A partir d'une méthodologie d'étude d'événements, les effets comparés à court terme des annonces d'alliances et d'acquisitions sur la valeur boursière des entreprises impliquées ont pu être testés. N'ont été retenues dans cet article que les annonces d'alliances et d'acquisitions s'intéressant à l'appropriation d'une forme particulière et intangible de ressources, les compétences. En effet, Le concept de compétence occupe une place centrale dans l'approche ressource. Prahalad & Hamel (1990) ont soutenu ainsi l'idée que les ressources sur lesquelles l'entreprise devait investir en priorité étaient ses compétences.

ETUDE D'ÉVÉNEMENTS APPLIQUÉE AUX ALLIANCES ET AUX ACQUISITIONS COMME VECTEURS D'APPROPRIATION DE COMPÉTENCES : PRÉSENTATION DES CHOIX MÉTHODOLOGIQUES

Le recours à une méthodologie d'étude d'événements nous a permis d'évaluer les effets à court terme des annonces d'alliances et d'acquisitions sur la valeur boursière d'entreprises françaises sur une période de trois années complètes (*cf.* 1994, 1995 et 1996). S'inspirant de l'expérimentation initiale conduite par Fama *et al.* (1969), cette méthodologie présente l'avantage d'avoir été depuis largement expérimentée et validée. La méthodologie d'étude d'événements s'appuie sur l'idée principale selon laquelle les marchés financiers réagissent immédiatement à de nouvelles informations qui sont supposées affecter la profitabilité future de l'entreprise. Abowd *et al.* (1990 : 205, traduction personnelle) ont défini un événement comme « *une annonce d'entreprise ou une action sur le marché qui véhicule des informations incrémentales aux acteurs des marchés financiers, leur permettant de réviser leurs prévisions initiales sur les perspectives d'une organisation* ». L'hypothèse de l'efficience, même partielle, des marchés financiers implique que les annonces de nature financière, humaine, stratégique ou organisationnelle se diffusent au sein de ces marchés. Ces annonces sont rapidement captées par les acteurs financiers présents et dont les réactions à l'achat ou à la vente d'actions constituent l'interprétation financière de ces annonces. Les changements de la valeur boursière des actions d'une entreprise sont les conséquences financières des événements « interprétés » propres à cette entreprise. La méthodologie d'étude d'événements définit ainsi la performance d'une entreprise en termes de variations de sa valeur boursière.

Le recours à cette méthodologie doit faciliter la mise en lumière de l'impact de l'événement étudié sur les cours d'une action sur une période donnée, en comparant son rendement effectivement observé sur cette période avec le rendement qui aurait été le sien sur cette période si l'événement n'était pas survenu (*cf.* rendement normal). L'écart constaté, qualifié de rendement anormal, est alors interprété comme la mesure de l'impact de l'événement sur le cours de l'action durant cette période. Les rendements anormaux des différentes actions, agrégés sous la forme de rendements anormaux moyens correspondant à une date précise et cumulés sur toute la période supposée d'impact de l'événement sur les cours, ont été l'objet de tests statistiques destinés à juger de la pertinence de la relation entre les annonces d'alliances et d'acquisitions et la valeur boursière des entreprises françaises analysées. La période supposée d'analyse de l'impact de l'événement comprend les dix jours précédant (*cf.* j-10 au minimum, ce qui permet de tenir compte des anticipations éventuelles des marchés financiers) et les dix jours suivant la date de l'événement (*cf.* j+10 au maximum, ce qui permet de tenir compte des corrections éventuelles des marchés financiers). La fenêtre de l'événement envisagé comprend ainsi 21 jours, du jour $j = -10$ au jour $j = +10$, si l'on attribue la date $j = 0$ à la date de l'événement.

Le rendement anormal d'un titre i sur une période j est estimé de la manière suivante :

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

RA_{ij} représente le rendement anormal estimé du titre i à la date j , RO_{ij} le rendement observé du titre i à la date j et R_{ij} le rendement normal estimé du titre i à la date j .

Pour chaque titre, et pour chaque jour de la période de l'événement de $j-10$ à $j+10$, le rendement normal de ce titre doit être évalué. Cette évaluation est menée à partir d'un modèle de marché élaboré par Fama *et al.* (*Ibid.*). Ce modèle classique établit une relation linéaire entre le rendement d'équilibre d'un titre sur une période et le rendement moyen du marché. Il est de la forme suivante :

$$R_{ij} = \alpha_i + \beta_i * R_{mj} + \varepsilon_{ij} \text{ avec } i = 1, \dots, N \text{ et } j = -10, \dots, +10$$

R_{ij} et R_{mj} sont respectivement le rendement du titre i et le rendement de marché sur la période j . Si les deux paramètres α_i et β_i (ε_{ij} est l'erreur résiduelle avec une moyenne égale à zéro) sont stables et effectivement estimés sur une période de temps dégagée de l'influence de l'événement, la mise en oeuvre du modèle permet d'évaluer le rendement d'un titre i sur une période j appartenant à la période de l'événement tel qu'il se serait établi si l'événement n'était pas survenu.

L'évaluation et le test des rendements anormaux ont été effectués en cinq étapes principales. Dans un premier temps, un modèle de marché a été estimé pour chaque titre de l'échantillon. Cette estimation a été réalisée sur les 150 jours de bourse précédant le début de la fenêtre de l'événement retenu, soit entre les dates $j = -160$ et $j = -11$ compris par rapport à la date de l'événement. L'indice retenu pour l'évaluation des rendements de marché est l'indice SBF250. Dans un second temps, une série de tests ont été menés pour juger de la significativité statistique de ces estimations. La conduite de tests à ce stade est inhabituelle dans le cadre d'études d'événements. Elle avait pour but de s'assurer de la significativité du modèle dans son ensemble et de celle du coefficient β sur lequel il repose théoriquement, en représentant le lien statistique entre l'évolution générale du marché et celle du titre considéré. Concernant le coefficient α , on devait s'attendre théoriquement au contraire à un coefficient non significativement différent de zéro. Les tests mis en oeuvre étaient d'une part, le test du F de Fisher-Snedecor pour juger de la significativité globale du modèle, puis d'autre part, les tests t de Student des deux coefficients de la régression. Ont alors été retirés de l'échantillon tous les titres pour lesquels les résultats du test de F ou du test t sur le coefficient β n'étaient pas significatifs (au seuil de 5%). Nous pouvons remarquer que les résultats de ces deux tests étaient pratiquement toujours identiques. Les titres retirés de l'échantillon l'ont donc été dans presque tous les cas du fait de leur non significativité simultanée à ces deux tests. Parmi les titres maintenus dans l'échantillon, le coefficient α n'a été comme prévu jamais significatif aux seuils habituels. Dans une troisième étape, les modèles estimés ont été

utilisés pour évaluer les rendements normaux puis anormaux des titres durant la fenêtre de l'événement. Le rendement anormal d'un titre i sur une période j a été déduit de la manière suivante :

$$RA_{ij} = RO_{ij} - \alpha_i + \beta_i * R_{mj}, \text{ avec } i = 1, \dots, N \text{ et } j = -10, \dots, +10$$

Dans une quatrième étape, les séries des rendements anormaux ont permis de calculer celles des rendements anormaux moyens (RAM) et des rendements anormaux moyens cumulés (RAMC) des titres de l'échantillon durant la fenêtre de l'événement. L'objectif de l'établissement des rendements anormaux moyens et des rendements anormaux moyens cumulés est différent. Les rendements anormaux moyens ont pour objectif de rechercher l'impact de l'événement étudié sur un jour donné, à une distance donnée de la date de l'événement. L'évolution des rendements anormaux moyens cumulés au cours de la fenêtre de l'événement a quant à elle l'objectif de mettre en évidence globalement l'impact de l'événement dans son ensemble, depuis le début de la fenêtre de l'événement jusqu'à la date considérée comme fin de la fenêtre. Le rendement anormal moyen des titres durant la période j est ainsi estimé :

$$RAM_{ij} = RAM_j = \frac{\sum_{i=1}^N RA_{ij}}{N}, \text{ avec } j = -10, \dots, +10$$

Le rendement anormal moyen cumulé des titres entre le début de la fenêtre de l'événement ($j = -10$) et la période j est estimé de la manière suivante :

$$RAMC_j = \sum_{j=-10}^j RAA_j = \frac{\sum_{i=1}^N \sum_{j=-10}^j RA_{ij}}{N}, \text{ avec } j = -10, \dots, +10$$

Enfin, la cinquième et dernière étape a consisté à tester la significativité des rendements anormaux moyens à chaque période de la fenêtre de l'événement. Le test employé était le test de Student bilatéral comme il est habituel dans ce type d'études. Le rendement anormal moyen à une date j a été standardisé par l'écart type des rendements anormaux des titres de l'échantillon estimé transversalement à cette date. Formellement, l'écart type des rendements anormaux à la date j a été estimé de la manière suivante :

$$S_j(RA) = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^N (RA_{ij} - RAM_j)^2}{N - 1}}, \text{ avec } j = -10, \dots, +10$$

D'où l'estimation de l'écart type du rendement anormal moyen des titres à cette date :

$$S_j(\text{RAM}) = \frac{S_j(\text{RA})}{\sqrt{N}}$$

DEFINITION ET SOURCE DES ANNONCES D'ALLIANCES ET D'ACQUISITIONS COMME VECTEURS D'APPROPRIATION DE COMPETENCES : PRESENTATION D'UN TYPE PARTICULIER D'EVENEMENTS

Une définition de la forme spécifique d'alliances et d'acquisitions étudiées a servi de référence afin d'identifier dans la presse les deux différents vecteurs d'appropriation de compétences et de les isoler par groupes d'événements homogènes. Cette définition est celle proposée par Sanchez *et al.* (1996 : 11, traduction personnelle) qui ont qualifiés ces deux vecteurs de *competence alliance* et *competence takeover* : « *les alliances « de compétences » sont des collaborations d'entreprises qui se sont mises en commun [.....] dans l'optique de créer, d'échanger et d'exploiter des compétences [.....]. Les alliances de compétence, de la même façon que les acquisitions « de compétences », sont les moyens par lesquels une entreprise peut accéder à des actifs et des compétences propres aux entreprises »*. Les compétences retenues correspondaient à des savoirs et/ou des savoir-faire, de nature différente (industrielle, commerciale, R&D, managériale et financière).

Un échantillon de travail a été constitué comprenant tous les événements correspondant à la publication d'informations relatives aux annonces de cette forme spécifique d'alliances et d'acquisitions dans le quotidien *Les Echos* en 1994, 1995 et 1996 (son tirage important - il s'agit du premier quotidien économique en France - garantit à la fois que les informations qu'il présente ont une forte audience auprès des acteurs des marchés financiers et que celles-ci sont représentatives de l'ensemble des informations médiatisées à cette date). Le dépouillement des annonces d'alliances et d'acquisitions a été réalisé de façon sélective. Cette sélection s'est faite « pas-à-pas » à partir de trois critères : l'intention des, ou de l'un des, partenaires (dans le cas des annonces d'alliances) ou de l'acquéreur (dans le cas des annonces d'acquisitions), la forme structurelle des alliances annoncées et la cotation boursière des, ou de l'un des, partenaires ou de l'acquéreur.

La sélection des annonces d'acquisitions envisagées comme vecteurs d'appropriation de compétences a été facile car la lisibilité de cette forme d'acquisitions dans la presse était grande. En effet, la volonté « d'acquérir » étant ici sans ambiguïté, il s'agissait « seulement » d'identifier dans les annonces d'acquisitions si l'objet de ces acquisitions était bien l'appropriation d'une ou plusieurs compétences détenues par l'entreprise acquise. En revanche, les intentions des partenaires engagés dans une alliance ont souvent été moins explicites. Le secret entourant délibérément les intentions réelles de chacun des partenaires est ainsi difficile à lever. De ce fait, comme l'a noté Ingham (1994 : 105), « *rare sont les études empiriques descriptives qui établissent de façon non équivoque l'existence d'un motif d'apprentissage* ». Aussi, n'ont été conservées dans notre échantillon que les annonces d'alliances pour lesquelles les intentions « appropriatrices » des, ou de l'un des partenaires, ne faisaient pas de doute dans l'article de presse qui leur était consacré. Après cette première sélection, un nombre important d'annonces d'alliances a été supprimé (plus de 70% des annonces d'alliances répertoriées sur la période).

Il est important de souligner que les annonces d'alliances retenues dans notre échantillon correspondaient aux seules coentreprises (ou *joint ventures*) identifiées dans *Les Echos*. N'ont pas été conservées les annonces d'alliances s'apparentant à des collaborations moins formalisées (partenariats de R&D, accords commerciaux, accords de licence.....). A la différence des coentreprises définies comme des entités organisationnelles légales et distinctes des partenaires, les autres types d'alliances sont caractérisées par une implication moins grande de la part des partenaires car elles sont souvent limitées dans le temps (leur durée de vie est assez courte) et dans l'espace (les « zones » de contact et d'apprentissage entre les partenaires sont souvent réduites à l'accès à un brevet ou à un marché).

De cet échantillon intermédiaire ont été ensuite retirés tous les événements concernant des entreprises non cotées pour leurs actions sur l'un des compartiments « actions françaises » du marché boursier français ou non cotées régulièrement durant l'ensemble de la période d'estimation du modèle et de la fenêtre de l'événement. A ce stade, l'échantillon était constitué de 140 annonces publiées, impliquant à 143 reprises une entreprise cotée utilisable (dans quelques rares cas, l'annonce concernait simultanément deux entreprises cotées) permettant de rechercher l'impact de l'événement sur l'évolution du cours de son action. Par la suite, l'application des conditions de significativité lors de l'estimation des modèles de marché a entraîné le retrait de 9 titres de l'échantillon portant celui-ci à 134 titres. Finalement, notre échantillon final de recherche comprenait 134 titres sur lesquels ont été évalués et testés les rendements anormaux.

Les 134 titres de l'échantillon de recherche correspondaient à 50 annonces d'alliances et à 84 annonces d'acquisitions. La répartition selon leur dimension domestique (franco-française) ou internationale est la suivante : 29 annonces d'acquisitions domestiques, 55 annonces d'acquisitions internationales, 8 annonces d'alliances domestiques et 42 annonces d'alliances internationales.

ALLIANCES, ACQUISITIONS ET REACTIONS BOURSIERES : UNE VALORISATION INVERSE

Les résultats obtenus par la méthodologie d'étude événements consistent formellement en la présentation des rendements anormaux moyens (RAM) et des rendements anormaux moyens cumulés (RAMC) pour chacun des jours (de $j-10$ à $j+10$) de la fenêtre de l'événement, ainsi que des résultats du test de significativité (test t de Student) les concernant. Formellement, sont présentés dans tous les cas les rendements anormaux moyens, les rendements anormaux moyens cumulés et la valeur du test t de Student mis en évidence chaque jour de la fenêtre de l'événement. La significativité éventuelle des rendements anormaux moyens au vu des tests pratiqués est spécifiée aux seuils statistiques habituels (soit 1%, 5% et 10%). Lorsque des résultats significatifs sont observés sur cette période, une représentation graphique de l'évolution des rendements anormaux moyens et des rendements anormaux moyens cumulés durant la fenêtre de l'événement est proposée dans l'article.

L'objet de l'étude était de tester l'impact à court terme des annonces d'alliances et d'acquisitions sur la valeur boursière des entreprises françaises. Pourtant, cette étude n'a pas été menée indifféremment sur l'ensemble de l'échantillon. Bien que concernant systématiquement des compétences nouvelles ou différentes, les alliances et les acquisitions se distinguent pourtant entre-elles selon la nature de l'accès aux compétences recherchées (compétences acquises grâce aux acquisitions et compétences partagées grâce aux alliances). Des résultats particulièrement significatifs ont été observés pour chacun des deux ensembles homogènes événements. Qu'il s'agisse de l'ensemble des annonces d'acquisitions ou de l'ensemble des annonces d'alliances, nous les avons partitionnés en sous-échantillons en regard de différents critères : la nature de compétences recherchées (industrielles, commerciales, R&D, managériales et financières) et la dimension géographique des deux vecteurs d'appropriation de compétences (acquisitions ou alliances domestiques et internationales). Les résultats significatifs obtenus sont les suivants :

- Pour les annonces d'acquisitions en général, un impact significatif et positif sur les cours apparaît le jour même (*cf.* Tableau 1), le lendemain et le septième jour de l'annonce faite à la presse (respectivement de +0,54%, de +0,27% et de +0,28%). De plus, l'évolution des rendements anormaux moyens cumulés montre clairement l'apparition de cette influence au moment de l'annonce ($j = 0$) puis sa stabilisation progressive dès le lendemain ou le deuxième jour suivant entre +0,8% et +1% jusqu'à la fin de la fenêtre de l'événement ($j = +10$). Il semble donc que cet événement n'ait pas été anticipé avant son annonce publique, étant donné qu'aucune réaction n'est enregistrée auparavant. L'annonce de l'acquisition apporte une information nouvelle jugée positive aux acteurs financiers, entraînant une réaction des cours principalement le jour même de l'annonce et à un degré moindre le lendemain. Le rendement anormal moyen significatif observé le septième jour suivant l'annonce est plus difficile à interpréter. Il pourrait provenir de la survenue d'informations nouvelles positives concernant l'événement et suscitant une nouvelle réaction du marché boursier. Cela laisse aussi penser que bien qu'ayant engendré un impact important, l'annonce de l'événement en elle-même ne contenait pas nécessairement toute l'information le concernant, d'autres éléments survenant par la suite. Toutefois, nous pouvons noter que cette hausse significative est immédiatement suivie d'un mouvement correcteur inverse qui ramène le rendement anormal moyen cumulé sur sa tendance stabilisée entre +0,8% et +1%. Ce phénomène tout en étant significatif ne modifie pas durablement cette évaluation de l'impact global de l'événement.

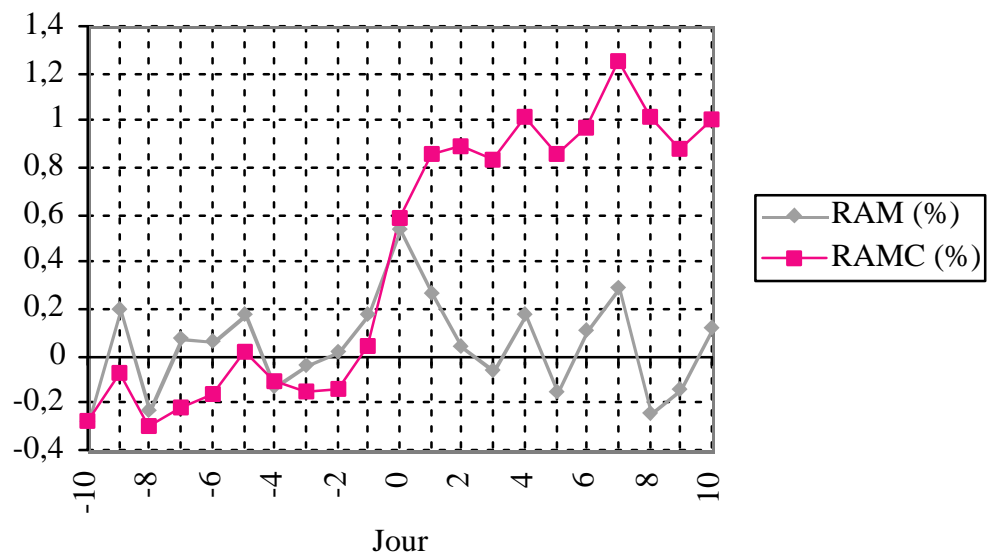
Tableau 1: Rendements Anormaux Moyens (RAM), Rendements Anormaux Moyens Cumulés (RAMC) et test t relatifs aux Annonces d'Acquisitions (Effectif = 84)

Jour	RAM (%)	RAMC (%)	test t
-10	-0,270	-0,270	-1,641
-9	0,198	-0,072	1,131
-8	-0,225	-0,296	-1,566
-7	0,073	-0,224	0,424
-6	0,065	-0,159	0,483
-5	0,174	0,015	1,113
-4	-0,124	-0,109	-0,850
-3	-0,043	-0,152	-0,299
-2	0,017	-0,135	0,064
-1	0,161	0,046	0,735
0	0,543	0,589	2,213**
+1	0,271	0,859	1,721*
+2	0,037	0,896	0,244
+3	-0,060	0,838	-0,310
+4	0,176	1,012	0,889
+5	-0,154	0,858	-0,808
+6	0,107	0,965	0,659
+7	0,285	1,250	2,431**
+8	-0,237	1,013	-1,431
+9	-0,136	0,877	-1,057
+10	0,126	1,003	0,654

* Significatif à 10%

** Significatif à 5%

Figure 1 : Evolutions des Rendements Anormaux Moyens (RAM) et des Rendements Anormaux Moyens Cumulés (RAMC) relatifs aux Annonces d'Acquisitions



• Pour les décisions d'alliances en général, un impact significatif et négatif a été mis en évidence au dixième, au neuvième et au troisième jour avant l'annonce (respectivement de -0,56%, de -0,22% et de -0,4%) et deux jours après cette annonce (de -0,41%). L'évolution des rendements anormaux moyens cumulés montre un impact important de l'événement, débutant longtemps avant la date de son annonce publique et s'amplifiant progressivement jusqu'à une stabilisation un ou deux jours avant cette annonce (*cf.* Tableau 2). Cette stabilisation de l'impact global de l'événement se situe approximativement entre -2% et -2,5%. Toutefois, vers la fin de la fenêtre de l'événement, une nouvelle dégradation des rendements anormaux moyens cumulés (ceux-ci accusant une baisse cumulée d'environ -3%, dix jours après la date de l'annonce) est enregistrée. Si un impact important et négatif sur les cours des actions est statistiquement associé à ce type d'annonces, il semble que ce soit plus l'alliance en elle-même que son annonce qui ait suscité cette réaction du marché. L'anticipation par le marché boursier de cette annonce est en effet ici presque complète. D'une part, l'impact de l'événement commence longtemps avant son annonce. D'autre part, cette réaction est apparemment bien accomplie à cette date; les rendements anormaux moyens cumulés se situant déjà alors à un niveau relativement stabilisé. Nous sommes donc enclins à penser que l'information concernant ces alliances est parvenue progressivement aux acteurs financiers en grande partie avant leur annonce publique dans la presse. Cette dernière, survenant alors que l'information qu'elle contient est déjà connue ou anticipée dans les cours, ne suscite ainsi aucune réaction particulière à la différence des annonces d'acquisitions. Ce caractère progressif de la diffusion de l'information et de sa prise en compte dans les cours apparaît nettement dans le fait qu'aucun rendement anormal moyen significatif n'est associé à la date de l'annonce elle-même alors que plusieurs rendements anormaux moyens significatifs apparaissent à différentes dates durant la fenêtre de l'événement. Enfin, la fenêtre de l'événement choisie paraît relativement étroite pour cet événement. Le fait que les deux premiers jours de la fenêtre de l'événement montrent des rendements anormaux moyens significatifs pourrait indiquer que l'impact de l'événement débute avant cette date. En ce qui concerne les rendements anormaux moyens cumulés, il serait intéressant de vérifier au-delà de la fin de la fenêtre de l'événement si la tendance à la dégradation observée durant les derniers jours se poursuit ou si au contraire se confirme la tendance à la stabilisation autour de -2,5%.

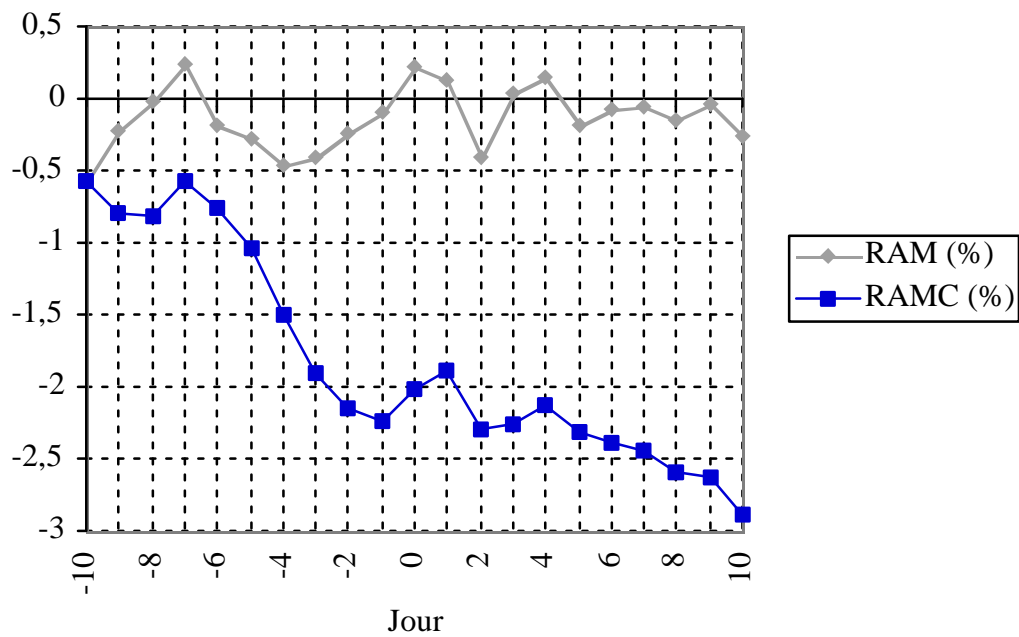
Tableau 2 : Rendements Anormaux Moyens (RAM), Rendements Anormaux Moyens Cumulés (RAMC) et test t relatifs aux Annonces d'Alliances (Effectif = 50)

Jour	RAM (%)	RAMC (%)	test t
-10	-0,567	-0,567	-2,232**
-9	-0,221	-0,788	-1,682*
-8	-0,025	-0,813	-0,150
-7	0,238	-0,575	1,104
-6	-0,178	-0,754	-0,591
-5	-0,278	-1,032	-1,465
-4	-0,470	-1,502	-1,454
-3	-0,407	-1,909	-1,972**
-2	-0,240	-2,150	-1,033
-1	-0,091	-2,241	-0,322
0	0,227	-2,013	0,994
+1	0,123	-1,891	0,621
+2	-0,415	-2,305	-2,248**
+3	0,036	-2,267	0,251
+4	0,141	-2,126	0,828
+5	-0,186	-2,312	-1,004
+6	-0,081	-2,394	-0,528
+7	-0,048	-2,442	-0,260
+8	-0,156	-2,598	-0,773
+9	-0,040	-2,637	-0,205
+10	-0,258	-2,896	-1,236

* Significatif à 10%

** Significatif à 5%

Figure 2 : Evolutions des Rendements Anormaux Moyens (RAM) et des Rendements Anormaux Moyens Cumulés (RAMC) relatifs aux Annonces d'Alliances



• Les deux critères de partition n'apparaissent pas comme statistiquement discriminants. Le type de compétences recherchées n'a aucune influence sur les cours des entreprises acquéreuses ou partenaires dans une alliance. Les acteurs financiers ne semblent ainsi accorder aucune prime spéciale à telle ou telle nouvelle compétence acquise ou partagée. Hormis le cas des acquisitions internationales (*cf.* Tableau 3), les acteurs financiers ne semblent pas plus valoriser la dimension géographique des deux vecteurs d'appropriation de compétences. Il ressort ainsi de cette dernière analyse que les acteurs financiers valorisent davantage dans les annonces d'alliances et d'acquisitions, le vecteur choisi que le type des nouvelles compétences recherchées ou la dimension géographique.

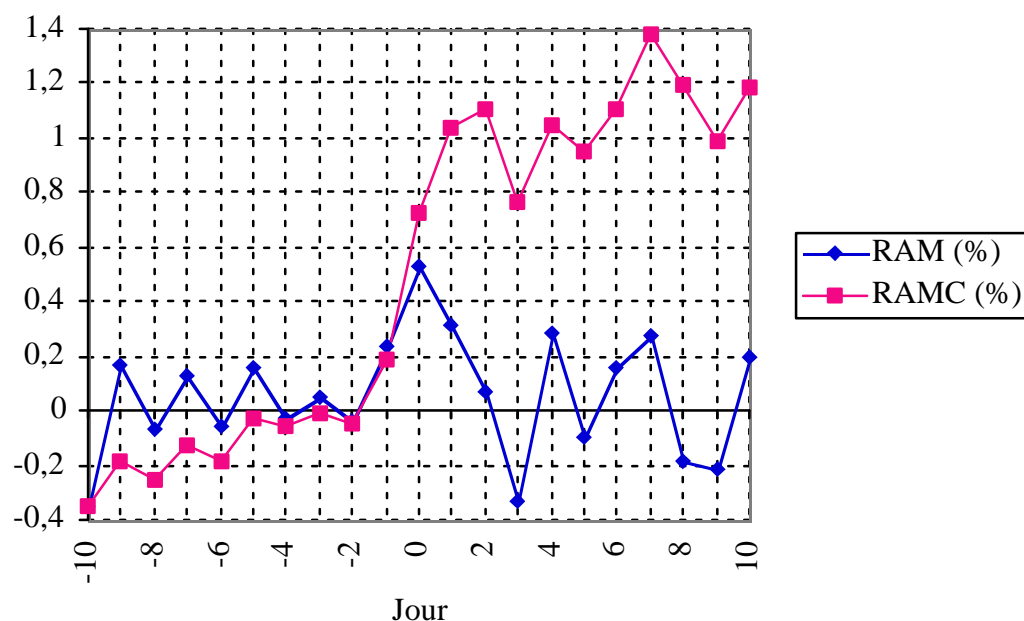
Tableau 3 : Rendements Anormaux Moyens (RAM), Rendements Anormaux Moyens Cumulés (RAMC) et test t relatifs aux Annonces d'Acquisitions Internationales (Effectif = 55)

Jour	RAM (%)	RAMC (%)	test t
-10	-0,349	-0,349	-1,63
-9	0,166	-0,183	0,858
-8	-0,068	-0,251	-0,436
-7	0,124	-0,127	0,562
-6	-0,061	-0,188	-0,36
-5	0,157	-0,031	0,73
-4	-0,029	-0,06	-0,165
-3	0,05	-0,01	0,324
-2	-0,039	-0,049	-0,211
-1	0,238	0,19	0,897
0	0,532	0,722	2,212**
+1	0,314	1,036	1,752*
+2	0,066	1,102	0,332
+3	-0,332	0,769	-1,435
+4	0,283	1,052	1,39
+5	-0,1	0,952	-0,472
+6	0,157	1,11	0,76
+7	0,273	1,383	2,112**
+8	-0,187	1,196	-0,853
+9	-0,21	0,986	-1,285
+10	0,195	1,181	0,774

* Significatif à 10%

** Significatif à 5%

Figure 3 : Evolutions des Rendements Anormaux Moyens (RAM) et des Rendements Anormaux Moyens Cumulés (RAMC) relatifs aux Annonces d'Acquisitions Internationales



ALLIANCES, ACQUISITIONS ET REACTIONS BOURSIERES : HYPOTHESES EXPLICATIVES
DES RESULTATS « TRANCHES » EN REGARD D'UNE LITTERATURE ANGLO-SAXONNE MITIGEE

Notre recherche empirique semble confirmer la tendance générale des résultats de la littérature sur l'impact des décisions d'alliances ou d'acquisitions sur la valeur boursière des entreprises. En matière d'annonces d'acquisitions, les études d'événements recensées (Dodd, 1980 ; Doukas & Travlos, 1988 ; Jennings & Mazzeo, 1991) font état d'un « certain » impact positif sur la richesse des actionnaires; impact positif d'ailleurs d'autant plus fort qu'il concerne des acquisitions internationales (Doukas & Travlos, *Ibid.*). Cet impact des annonces d'acquisitions sur la valeur boursière, s'il est globalement positif, reste minime et sujet à approfondissements. A ce titre, la recherche empirique de Doukas & Travlos (*Ibid.*) a montré des résultats mitigés et de peu de significativité, avec un rendement anormal positif au deuxième, au premier jour avant l'annonce et le jour même (respectivement de +0,19%, de +0,01% et de +0,08%) et avec un rendement anormal négatif le premier, le deuxième et le troisième jour après l'annonce (respectivement de -0,07%, de -0,08% et de -0,02%). Ne remettant pas en cause cette tendance globalement positive, l'impact constaté dans notre étude apparaît néanmoins plus fort, plus tranché et plus significatif, notamment pour ce qui a trait aux annonces d'acquisitions françaises en-dehors du territoire français (respectivement de +0,53% et de +0,31%, le jour même et le lendemain de l'annonce). Il faut noter d'ailleurs que la forme de l'évolution de cet impact est très proche de celle observée sur l'ensemble des annonces d'acquisitions qu'elle paraît conditionner. Le niveau des rendements anormaux moyens cumulés atteint pour ces annonces est tout aussi spectaculaire, représentant plus du double de celui observé dans l'ensemble des annonces d'acquisitions.

En matière d'annonces d'alliances, un phénomène identique à celui précédemment constaté ressort de notre étude : si nos résultats s'inscrivent globalement dans une tendance, de valorisation négative cette fois-ci, ils se démarquent également de la littérature anglo-saxonne (MacConnell & Nantell, 1985 ; Finnerty *et al.*, 1986 ; Lee & Wyatt, 1990 ; Koh & Venkataraman, 1991 ; Das *et al.*, 1998) par leur intensité et leur significativité (l'étude réalisée par Jacquot & Koehl en 1996 est la seule étude française recensée par nos soins et s'inscrit également dans cette tendance). Seules, quelques études anglo-saxonnes enregistrent une valorisation positive des annonces d'alliances (Hu *et al.*, 1992 ; Cheng *et al.*, 1998) ; mais, ces dernières correspondent à une stratégie particulière d'implantation des entreprises nord-américaines dans des zones géographiques convoitées (notamment la Chine) et leur spécificité les distinguent naturellement des annonces d'alliances plus « communes ».

Entre l'accueil plutôt favorable des acteurs financiers à l'égard des annonces d'acquisitions, notamment internationales, et la confiance solide en l'acquisition perçue comme un outil de création de richesses pour les actionnaires, des différences d'anticipation se font sentir. Ces mêmes différences d'anticipation réapparaissent dès lors que l'on confronte d'un côté, l'accueil plutôt défavorable réservé par les acteurs financiers aux annonces d'alliances et la défiance « solide » que leur inspire l'alliance perçue comme vecteur d'appropriation de compétences et de création de richesses. De nombreuses interrogations sont ainsi soulevées quant à l'interprétation par les acteurs financiers des signaux émis par les annonces d'alliances et d'acquisitions : quelles justifications peut-on donner aux différences entre les résultats enregistrés par notre étude et ceux recensés dans la littérature ? Quelles explications peut-on avancer en regard de l'existence d'un véritable effet de levier des annonces d'acquisitions sur les cours boursiers des entreprises acquéreuses ? De la même manière, quelles raisons peut-on invoquer pour comprendre les attitudes négatives des acteurs financiers à l'encontre des annonces d'alliances ?

ALLIANCES, ACQUISITIONS ET REACTIONS BOURSIERES : UNE PRIME AU CONTROLE ?

Les interrogations qui viennent d'être formulées nous ont conduit à envisager une double série d'hypothèses explicatives. Les premières, que l'on peut qualifier d'hypothèses « méthodologiques » ou « contextuelles », permettent de mieux saisir le caractère significatif et tranché de nos résultats à la lumière du contexte particulier de notre étude. Les deuxièmes, que l'on peut qualifier d'hypothèses « comportementales », proposent des clés pour comprendre le comportement opposé (favorable dans le cas des acquisitions et défavorable dans le cas des alliances) des acteurs financiers à l'égard des deux vecteurs d'appropriation de compétences.

En synthèse de l'analyse descriptive précédente, nous sommes arrivés au constat que nos résultats « se démarquent [...] de la littérature anglo-saxonne par leur intensité et leur significativité ». Nous interrogeant sur le sens à donner à ce constat, il nous a paru opportun d'invoquer comme hypothèses explicatives méthodologiques ou contextuelles une double spécificité inhérente au contexte de notre étude : la spécificité

française ainsi que la spécificité d'une analyse des alliances et des acquisitions envisagées comme vecteurs d'appropriation de compétences

En effet, l'essentiel de la littérature utilisée ici comme référence pour évaluer l'impact boursier des annonces d'acquisitions ou d'alliances est d'origine anglo-saxonne. Celle-ci présente les réactions des acteurs financiers sur le marché boursier nord-américain. Sans remettre fondamentalement en question les résultats issus de la littérature anglo-saxonne, notre étude reflète néanmoins des comportements plus radicaux de la part des acteurs financiers français. En ce sens, il n'y a pas contradiction par rapport aux résultats obtenus dans les études nord-américaines existantes. Cependant, il semble bien que les réactions enregistrées sur le marché boursier français soient le reflet en partie d'une spécificité française dont l'origine tient à des facteurs institutionnels et économiques mais également culturels. En matière d'études d'événements en relation avec le marché boursier, l'hypothèse de cette spécificité française est plausible puisqu'elle avait déjà été observée dans le cadre d'une analyse des annonces de décisions de gestion des ressources humaines sur les cours boursiers (Hubler & Schmidt, 1996) ; mais elle demande à être confirmée par d'autres études d'événements.

Spécifier notre échantillon en ne retenant en son sein que les annonces d'alliances et d'acquisitions « de compétences » (c'est-à-dire celles ayant comme objectif d'accéder à et éventuellement de s'approprier des compétences nouvelles), a aussi pu introduire des phénomènes de valorisation distincts de ceux rencontrés dans les études s'intéressant indifféremment à tous les types d'annonces d'alliances ou d'acquisitions. Aussi bien sur le plan organisationnel que stratégique, l'analyse des alliances et des acquisitions a donné lieu à de nombreux développements. Cela a conduit à distinguer ces deux mécanismes de croissance externe selon deux logiques : une logique de « lien » ou de « complémentarité » face à une logique d'« échelle » ou d'« additivité ». Cette distinction, développée plus particulièrement au niveau des alliances, a été défendue en premier lieu par Hennart (1988 : 362, traduction personnelle) ; « *les coentreprises « d'échelle » sont créées quand deux ou plusieurs entreprises s'associent sur une phase « voisine » de production ou de distribution [.....]. Dans les coentreprises « liées », la position des partenaires est asymétrique* ». Repris ensuite par de nombreux chercheurs, cette définition a été enrichie en y introduisant une référence explicite aux compétences partagées dans le cadre de l'alliance (ceci étant d'ailleurs tout aussi valable au niveau des acquisitions) : « *les alliances complémentaires associent des entreprises dont les compétences et les contributions sont de nature différente [.....]. Les alliances additives unissent des firmes qui développent, produisent et commercialisent un produit commun [.....] les compétences et contributions des entreprises sont de nature similaire* » (Garette & Dussauge, in Strategor, 1995 : 223). Cette approche des alliances et des acquisitions considère l'accès à des compétences identiques ou différentes comme la véritable justification de leur existence et de leur développement.

Cette distinction n'a pas été adoptée dans les études d'événements; celles-ci optant pour une partition des annonces d'acquisitions ou d'alliances selon le critère de leur dimension géographique (domestique ou internationale) ou de leur spécialité (technologique ou marketing). Pourtant, qu'ils s'agissent d'études sur les alliances et les

acquisitions ou d'études sur l'apprentissage organisationnel et le développement interne, la question des compétences recherchées est aujourd'hui incontournable et reste en ligne de mire de la plupart des entreprises. La focalisation actuelle sur les avantages concurrentiels créés grâce à la maîtrise et l'articulation de certaines compétences considérées alors comme stratégiques (cf. travaux issus du courant *resource-based view*) a placé les processus d'articulation et surtout d'acquisition de compétences au centre de la stratégie des entreprises. Il suffit pour s'en rendre compte de relever le succès rencontré par l'article de la *Harvard Business Review* « The Core Competence of the Corporation » (Prahalad & Hamel, *Ibid.*) dans le monde académique et professionnel.

« *Les entreprises prospères considèrent chaque alliance comme une fenêtre sur les compétences de leurs partenaires. Elles utilisent l'alliance pour s'approprier des compétences et les diffuser systématiquement au sein de leur propre organisation* » (Hamel *et al.*, 1989 : 134, traduction personnelle). Cette image de l'alliance, vecteur d'apprentissage externe et d'appropriation de compétences recherchées (image d'ailleurs tout aussi valable pour l'acquisition), a rencontré un certain écho dans de nombreux milieux économiques. Il nous paraît par conséquent légitime d'envisager que les acteurs financiers y aient été sensibilisés et distinguent dans leurs interventions boursières les acquisitions et alliances « de compétences » des autres.

La présentation d'hypothèses explicatives méthodologiques ou contextuelles a permis de situer le contexte de notre étude par rapport à celui des études de référence dans la littérature anglo-saxonne. Maintenant, il s'agit de se pencher plus particulièrement sur les raisons comportementales pouvant justifier les appréciations opposées des acteurs financiers concernant les annonces d'acquisitions et celles d'alliances.

De nombreuses organisations (et de nombreux chercheurs) ont considéré l'alliance comme un vecteur d'appropriation moins coûteux, mais surtout plus efficace (notamment dans sa mise en oeuvre), que l'acquisition : « *internaliser* [des compétences] *grâce à l'alliance peut être plus attractif qu'une acquisition. En achetant une entreprise, l'acquéreur [.....] est confronté à des problèmes d'intégration supérieurs [à ceux encourus par les partenaires d'une alliance]* » (Hamel, *Ibid.* : 99, traduction personnelle). Dans cette optique, les entreprises ont davantage été sensibilisées aux différences entre les deux vecteurs d'appropriation de compétences qu'à ce qui les rapprochaient. Si le développement des alliances a relégué au second plan les acquisitions comme vecteur d'appropriation de compétences, il n'en reste pas moins que ces deux vecteurs sont plus proches qu'il n'y paraît. « *En analysant la littérature, il apparaît qu'elles [alliances et acquisitions] sont identiques dans les raisons qui les motivent, dans leur taux de succès, dans les raisons de leur échec* » (Norburn & Schoenberg, 1990 : 75-76, traduction personnelle). Pourtant, nos résultats contribuent à renforcer la distinction entre les deux vecteurs d'appropriation de compétences : autant l'impact des annonces d'acquisitions est positif, autant celui des annonces d'alliances est d'amplitude quasi-équivalente mais en sens inverse. Comment peut-on expliquer que les alliances soient à la fois louées pour leurs atouts spécifiques (partage des coûts et des risques entre les partenaires, accès rapide aux compétences recherchées, coûts de

transaction limités, problèmes d'intégration limités.....) et aussi mal perçues par le marché boursier ?

« *La formation d'une coentreprise est une opération nouvelle qui n'a aucun historique de performance* » ; c'est ainsi que Finnerty *et al.* (*Ibid.* : 24, traduction personnelle) concluaient une étude sur l'impact boursier des alliances. Constatant avec un certain déception « *qu'il y a peu d'observations sur des effets de valorisation significative associés à la formation de coentreprises [.....]. Au contraire, les constats de rendements anormaux négatifs se multiplient* », les auteurs (Finnerty *et al.*, *Ibid.* : 22, traduction personnelle) ont mis ce résultat sur le compte de la méconnaissance des alliances et de leur performance par les acteurs financiers. Plus de dix années plus tard, nous obtenons une tendance quasi-identique. Pouvons-nous en conclure que les mêmes causes produisent les mêmes effets ? C'est un raisonnement qui nous paraît difficilement défendable car ce qui était acceptable au milieu des années '80 ne l'est plus à la fin des années '90. Nous possédons désormais le recul nécessaire pour établir une situation claire de la performance des alliances (celle-ci se mesurant pour les alliances « de compétences » par rapport à l'appropriation ou l'internalisation réussie ou non des compétences recherchées chez son ou ses partenaires). Cette situation de la performance des alliances est, comme l'ont montré Norburn & Schoenberg (*Ibid.*), proche de celle des acquisitions, c'est-à-dire faible et décevante. Si les performances sont équivalentes, pourquoi les appréciations boursières des deux vecteurs ne sont-elles pas identiques et négatives, comme c'est le cas pour les annonces d'alliances ?

« *Dans le passé, les entreprises avaient pour habitude de chercher à conquérir les marchés étrangers par leurs propres moyens, en faisant des acquisitions ou en participant à des entreprises communes. Désormais, ces deux approches sont une source de problèmes liés à la détention d'actions. En effet, quand cet instrument traditionnel du capitalisme entre en jeu, il faut commencer à se soucier du contrôle et du retour sur investissement* ». Ohmae (1990 : 30) a apporté une réponse à cette question en montrant qu'il y a des idées fortes, ancrées dans le système capitaliste occidental ; parmi celles-ci la recherche du contrôle total du capital et des opérations est incontournable. Adapté à la situation des alliances et des acquisitions, ce constat signifie qu'à performances égales, les acteurs financiers accordent une prime aux vecteurs d'appropriation de compétences privilégiant un contrôle total. Ce qui est le cas pour les acquisitions où l'accès aux compétences recherchées est « assuré », même si ce n'est que superficiellement, par le contrôle total exercé par l'acquéreur sur l'entreprise acquise. En ce sens, les acteurs financiers manifestent « logiquement » leur défiance à l'encontre des alliances car pour ces dernières le contrôle est partagé et donc l'incertitude associée à l'apprentissage et l'appropriation des compétences recherchées n'en est que plus grande et « coûteuse ». Le contrôle partagé du capital et des opérations de l'alliance appelle des modes de management et de structuration, assez inhabituels, qui peuvent éventuellement déconcerter les acteurs financiers. Cependant, il nous semble que la défiance de ces derniers à l'encontre des alliances ne s'explique pas tant par la mise en oeuvre managériale et structurelle du contrôle partagé que par le risque de « partage » inégal de la valeur créée (la valeur renvoie à des « outputs » économiques et tangibles mais également tacites et intangibles comme les compétences). Plus précisément, les acteurs financiers craignent qu'il se produise ce que Hart (1995) qualifiait de « hold-up » ou de

confiscation de la valeur par l'un des partenaires. Analysant les réactions boursières négatives des acteurs financiers à l'encontre des alliances, Das *et al.* (*Ibid.* : 30) notaient que « *les investisseurs sont susceptibles d'anticiper le problème de « hold-up » quand ils évaluent la valeur des entreprises s'engageant dans une alliance* » .

CONCLUSION ET PROLONGEMENTS DE LA RECHERCHE

L'objectif de cet article était d'apporter, au travers de l'étude de l'impact boursier de certains vecteurs d'appropriation de compétences, une meilleure connaissance de l'ampleur et de la nature de la relation entre approche ressource et performance de l'entreprise. Il est clair qu'un concept multidimensionnel tel que la performance ne peut se réduire à une mesure de la création de richesses pour les actionnaires. Mais, cet article a permis d'initier une réflexion sur la question de la relation de l'approche ressource à la performance. Nous sommes conscients que cette réflexion s'est nourrie de résultats focalisés (car n'envisageant qu'une seule dimension de la performance) et partiels (car n'abordant que certains vecteurs d'appropriation de compétences, en l'occurrence les acquisitions et les alliances) mais néanmoins significatifs et riches d'enseignements.

La méthodologie de l'étude d'événements, qui a été retenue dans notre travail, a permis de confronter nos résultats avec ceux obtenus par les études comparables anglo-saxonnes. A ce sujet, les résultats révèlent une double spécificité de notre étude : géographique (propre au marché boursier français) et thématique (propre à la sélection exclusive dans notre échantillon des alliances et des acquisitions « de compétences »). Répondant à notre problématique de départ, l'analyse des données empiriques sur l'impact boursier des annonces d'acquisitions et d'alliances souligne une tendance significative et inverse pour les deux types d'annonces. Les annonces d'acquisitions ont un impact globalement positif sur la richesse des actionnaires, à la différence des annonces d'alliances dont l'impact est négatif.

Il ressort que les acquisitions et les alliances envisagées dans une optique d'absorption de compétences nouvelles ne laissent pas indifférents les acteurs financiers. Cependant, les réactions discordantes pour deux types d'événements proches dans leur conception voire identiques dans leurs objectifs reflètent aussi une certaine aversion pour l'incertitude et le risque chez ces acteurs financiers. Il semble ainsi que les annonces d'alliances véhiculent plus d'incertitude et de risque que celles d'acquisitions. L'origine de ce surcroît d'incertitude et de risque perçu dans les annonces d'alliances est multiple.

L'attitude négative des acteurs financiers à l'encontre des annonces d'alliances n'est pas dénuée de tout fondement et de toute logique. Elle peut être le reflet « boursier » d'une défiance qui se situe d'abord à un niveau managérial, et non à un niveau strictement financier. Dans cette optique, la « sphère » financière ou boursière agit comme caisse de résonance de la « sphère » réelle. Le commentaire suivant du Directeur Général de l'entreprise française ALCATEL CABLE (filiale du groupe ALCATEL) résume ainsi un point de vue partagé par de nombreux professionnels du management : « *en tant que dirigeant, je pense en permanence acquisition et alliance. Les deux manoeuvres ne sont pas complémentaires mais tout à fait concurrentes, même si l'on*

peut commencer par l'une pour aboutir à l'autre. Mais il ne faut pas se cacher la réalité, il faut une très grande abnégation personnelle, quand vous êtes dirigeant, pour accepter d'entrer dans une stratégie d'alliance » (entretien de Gérard Hauser in Schmidt, 1998 : 237).

Ensuite, l'instabilité inhérente au contrôle et au pouvoir partagés entre les partenaires, le rôle prééminent de variables « incontrôlables » telles que la confiance dans leur succès, la perplexité vis-à-vis d'une nouvelle forme de compétition qui se présente publiquement et paradoxalement sous les traits de la collaboration sont autant de facteurs d'incertitude et de risque qui contribuent davantage à opacifier la représentation boursière des alliances conçues comme vecteurs d'appropriation de compétences. Cette incertitude et ce risque sont renforcés par le fait que les processus d'absorption de compétences en action aussi bien au sein des acquisitions que des alliances sont fortement aléatoires et reposent sur des mécanismes émergents de management des ressources intangibles et invisibles. Concernant les alliances, sans être aussi systématique et maîtrisé que ne le suggérait Hamel (*Ibid.*), l'apprentissage concret, qui y est mis en oeuvre, relève davantage de processus autogénérés et indéterminés dont les résultats sont globalement positifs mais restent le plus souvent imprévisibles pour les partenaires : « *d'une façon générale, les connaissances attendues dès l'origine de l'accord [.....] ont été produites mais elles demeurent limitées [.....] et n'ont pu être transférées dans l'organisation[-partenaire]. Par contre, les apprentissages inattendus ont pu être rapidement valorisés soit dans le développement d'équipements, soit dans les pratiques de gestion » (Ingham, *Ibid.* : 120). Si, dans le cadre des deux vecteurs d'appropriation étudiés, la mise en oeuvre d'un apprentissage maîtrisé et « géré » semble illusoire, il ressort néanmoins de certains travaux (Quélin, 1997) que le caractère aléatoire de l'apprentissage est particulièrement important dans le cas des alliances. En effet, les compétences recherchées ne sont pas nécessairement toutes impliquées dans l'alliance, celle-ci étant souvent limitée à une activité ou à une unité des partenaires. Conscients de l'importance pour les entreprises d'accéder à de nouvelles compétences mais également sensibilisés aux dangers de l'incertitude et du risque, les acteurs financiers privilégient les solutions, en l'occurrence les acquisitions, qui à leurs yeux réduisent cette incertitude et ce risque.*

Ce travail exploratoire nous a conduit à valider l'existence de relations entre certains vecteurs d'appropriation de compétences actionnés par les entreprises françaises et la valeur boursière de ces dernières. Cependant, cette validation empirique reste partielle et la comparaison effectuée doit être élargie à d'autres vecteurs. Cela est nécessaire pour dresser un panorama complet et comparatif de l'impact boursier des vecteurs d'appropriation de compétences. La connaissance de la relation entre appropriation de compétences et performance de l'entreprise gagnerait ainsi en acuité et en validité. Il serait notamment souhaitable d'aborder l'impact boursier d'autres types d'annonces d'appropriation ou d'internalisation de compétences, davantage centrées sur « l'auto-acquisition » de nouvelles compétences par l'entreprise (cela pourrait par exemple concerner les annonces de mise en oeuvre de programmes de formation, de recrutement ou d'investissements en R&D) et de le comparer avec celui des annonces d'acquisitions et d'alliances « de compétences ».

BIBLIOGRAPHIE

- Abowd, J. M., Milkovich, G. T. & J. M. Hannon (1990), The effects of human resource management decisions on shareholder value, *Industrial and Labor Relations Review*, 43, 3 : 203-236.
- Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage, *Journal of Management*, 17, 1 : 99-120.
- Buzzell, R. D. & B. T. Gale (1987). *The PIMS Principles*, New York, The Free Press.
- Cheng, L. T. W., Fung, J. K. W. & K. Lam (1998). An examination of the determinants of stock price effects of US-Chinese joint venture announcements, *International Business Review*, 7, 2 :151-161.
- Das, S., Sen, P. K. & S. Sengupta (1998). Impact of strategic alliances on firm valuation, *Academy of Management Journal*, 41, 1 : 27-41.
- Dodd, P. (1980). Merger proposals, management discretion and stockholders wealth, *Journal of Financial Economics*, 8 : 105-137.
- Doukas, J. & N. G. Travlos (1988). The effect of corporate multinationalism on shareholders' wealth : Evidence from international acquisitions, *The Journal of Finance*, XLIII, 5 : 1161-1175.
- Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C. & R. Roll (1969). The adjustment of stock prices to new information, *International Economic Review*, 10, 1 : 1-21.
- Finnerty, J. E., Owers, J. E. & R. C. Rogers (1986). The valuation impact of joint ventures, *Management International Review*, 26, 2 : 14-26.
- Hamel, G. (1991). Competition for competence and inter-partner learning within international strategic alliances, *Strategic Management Journal*, 12 : 83-103.
- Hamel, G., Doz, Y. L. & C. K. Prahalad (1989). Collaborate with your competitors and win, *Harvard Business Review*, 67, 1 : 133-139.
- Hannan, M. T. & J. Freeman (1977). The population ecology of organizations, *American Journal of Sociology*, in Pugh, D. S., editor (1997). *Organization Theory*, London : Penguin Books.
- Hart, O. (1995). *Firms, Contracts and Financial Structure*, London, Oxford University Press.
- Hennart, J.-F. (1988). A transaction costs theory of equity joint ventures, *Strategic Management Journal*, 9 : 361-374.
- Hofer, C. W. & D. Schendel (1978). *Strategy Formulation : Analytic Concepts*, Saint Paul, West Publishing.
- Hu, M. Y., Chen, H. & J. C. Shieh (1992). Impact of U.S.-China joint ventures on stockholders' wealth by degree of international involvement, *Management International Review*, 32, 2 : 135-148.
- Hubler, J. & G. Schmidt (1996). L'effet des annonces de décisions de GRH sur les cours boursiers des entreprises françaises. Application d'une méthodologie d'études d'événements, *Actes des XIIIes Journées Nationales des IAE*, Toulouse, Tome 1 : 448-465.
- Ingham, M. (1994). L'apprentissage organisationnel dans les coopérations, *Revue Française de Gestion*, 97 : 105-121.

Jacquot T. & J. Koehl (1998). Les stratégies de coopération : Aspects idéo-logiques et conséquences sur la valeur actionnariale, in Bardelli, P., Froehlicher, T. & S. Vendemini, éditeurs, *Connivences d'Acteurs, Contrats, Coopérations et Métamorphose des Organisations*, Nancy, Presses Universitaires de Nancy.

Jennings, R. H. & M. A. Mazzeo (1991). Stock price movements around acquisition announcements and management's response, *Journal of Business*, 64, 2 : 139-163.

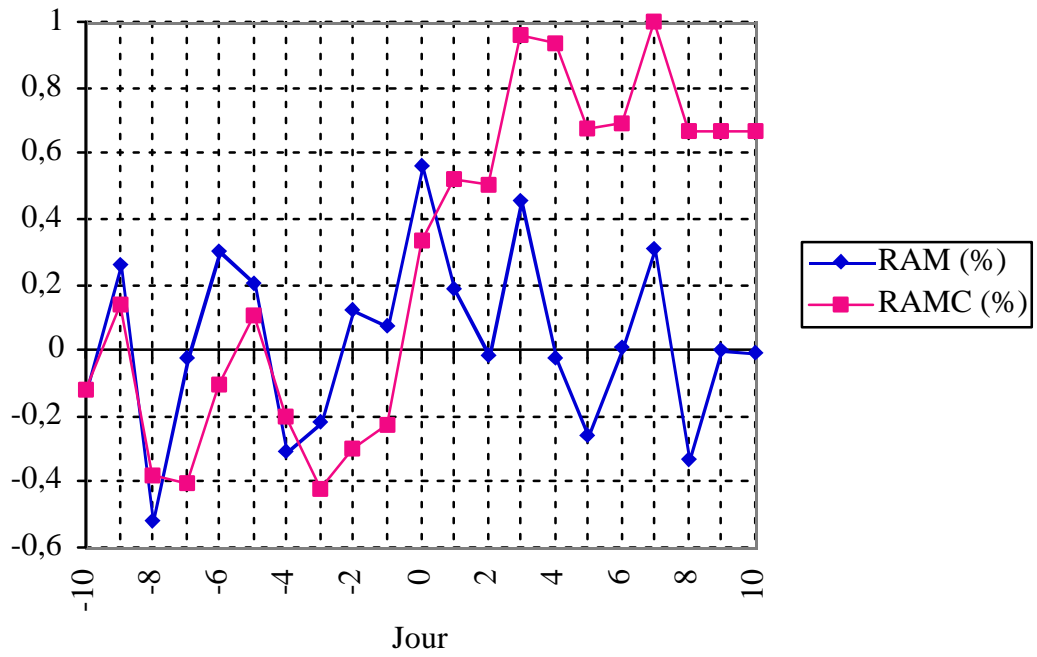
- Koh, J. & N. Venkataraman (1991). Joint venture formations and stock market reactions : An assessment in the information technology sector, *Academy of Management Journal*, 34, 4 : 869-892.
- Lee, I. & S. B. Wyatt (1990). The effect of international joint ventures on shareholder wealth, *The Financial Review*, 25, 4 : 641-649.
- MacConnell, J. & Nantell, T. (1985). Corporate combinations and common stocks return : The case of joint venture, *Journal of Finance*, 1985, 56 : 519-536.
- Meschi, P.-X. & E. Cremer (1997). Integrating corporate strategy and competence building processes : A case study, in Sanchez, R., & A. Heene, editors, *Competence-Based Strategic Management*, Chichester, John Wiley & Sons.
- Norburn, D. & R. Schoenberg (1990). Acquisitions and joint ventures - Similar arrows in the strategic quiver, *Business Strategy Review*, Autumn : 75-90.
- Ohmae, K. (1990). Pourquoi les alliances échouent-elles ?, *Harvard-L'Expansion*, Printemps : 25-44.
- Pfeffer, J. & G. R. Salancik (1978). *The External Control of Organizations : A Resource Dependence Perspective*, New York, Harper & Row, ch. 10, in Pugh, D. S., editor (1997). *Organization Theory*, London : Penguin Books.
- Porter, M. E. (1981). The contributions of industrial organization to strategic management, *Academy of Management Review*, 6, 4 : 609-622.
- Porter, M. E. (1991). Towards a dynamic theory of strategy, *Strategic Management Journal*, 12 : 95-117.
- Prahalad, C. K. & G. Hamel (1990). The core competence of the corporation, *Harvard Business Review*, 68, 3 : 79-91.
- Quélin, B. (1997). Appropriability and the creation of new capabilities through strategic alliances, in Sanchez, R., & A. Heene, editors, *Strategic Learning and Knowledge Management*, Chichester, John Wiley & Sons.
- Sanchez, R., Heene, A. & H. Thomas, editors (1996). *Dynamics of Competence-Based Competition: Theory and Practice in the New Strategic Management*, London, Elsevier Pergamon Press.
- Sanchez, R., & A. Heene, editors (1997). *Competence-Based Strategic Management*, Chichester, John Wiley & Sons.
- Schmidt, A. (1998). *Enjeux et Formes du Développement d'une Stratégie d'Alliances*, Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion, IAE d'Aix-en-Provence, 18 Décembre.

ANNEXES

Rendements Anormaux Moyens (RAM), Rendements Anormaux Moyens Cumulés (RAMC) et test t relatifs aux Annonces d'Acquisitions Domestiques (Effectif = 29)

Jour	RAM (%)	RAMC (%)	test t
-10	-0,121	-0,121	-0,388
-9	0,26	0,139	0,728
-8	-0,521	-0,382	-1,612
-7	-0,024	-0,407	-0,088
-6	0,303	-0,103	1,408
-5	0,206	0,103	1,025
-4	-0,305	-0,203	-1,139
-3	-0,22	-0,423	-0,733
-2	0,123	-0,3	0,18
-1	0,072	-0,227	0,142
0	0,563	0,336	1,02
+1	0,188	0,524	0,612
+2	-0,019	0,505	-0,084
+3	0,457	0,961	1,366
+4	-0,026	0,936	-0,06
+5	-0,257	0,679	-0,668
+6	0,012	0,691	0,047
+7	0,306	0,997	1,288
+8	-0,332	0,665	-1,36
+9	0,005	0,669	0,022
+10	-0,004	0,665	-0,014

Evolution des Rendements Anormaux Moyens (RAM) et des Rendements Anormaux Moyens Cumulés (RAMC) relatifs aux Annonces d'Acquisitions Domestiques



Rendements Anormaux Moyens (RAM), Rendements Anormaux Moyens Cumulés (RAMC) et test t relatifs aux Annonces d'Alliances Internationales (Effectif = 42)

Jour	RAM (%)	RAMC (%)	test t
-10	-0,41	-0,121	-0,388
-9	0,223	0,139	0,728
-8	-0,092	-0,382	-1,612
-7	0,102	-0,407	-0,088
-6	-0,168	-0,103	1,408
-5	-0,162	0,103	1,025
-4	-0,539	-0,203	-1,139
-3	-0,415	-0,423	-0,733
-2	-0,241	-0,3	0,18
-1	0,134	-0,227	0,142
0	0,256	0,336	1,02
+1	0,148	0,524	0,612
+2	-0,386	0,505	-0,084
+3	0,106	0,961	1,366
+4	0,168	0,936	-0,06
+5	-0,259	0,679	-0,668
+6	-0,029	0,691	0,047
+7	-0,114	0,997	1,288
+8	-0,089	0,665	-1,36
+9	0,005	0,669	0,022
+10	-0,256	0,665	-0,014

* Significatif à 10%