

# SITUATION SECTORIELLE, LIEN AVEC L'ACQUISITION ET EVOLUTION DE LA PERFORMANCE DE L'ACQUEREUR

CLAESSENS Michel    NGUYEN Pascal  
*Groupe ESC Nantes Atlantique*

## Introduction

Dans une période d'importantes restructurations de nombreuses industries (pharmaceutique, chimique, télécommunications...), notamment sous forme de Fusions/Acquisitions (F/A) et désinvestissements, la réalité de la performance post-acquisition de la firme acquéreuse devient une question fondamentale. En un mot, une entreprise améliore-t-elle sa performance par une acquisition ? Dans ce cas, l'amélioration est-elle systématique? Sinon, dans quelles conditions a-t-on le plus de chances de l'observer? Ces questions intéressent autant les actionnaires de la firme initiatrice, soucieux de l'utilisation appropriée de leur fonds, que les managers de cette firme, dépositaires des intérêts de leurs actionnaires et responsables du développement de leur firme. A un autre niveau, les pouvoirs publics, soucieux d'éviter les situations de monopole et de collusion, sont également concernés par cette problématique.

Alors que la littérature suggérait majoritairement que les acquisitions n'influent pas de façon significative la performance des entreprises acquéreuses (Mueller, 1980; Ravenscraft, Scherer, 1987; Herman, Lowenstein, 1988), des études plus récentes (Agrawal, Jaffe, Mandelker, 1992; Healy, Palepu, Ruback, 1992; Loderer, Martin, 1992) montrent que, au moins dans le cas d'acquisitions liées, on peut observer une amélioration de la performance, cette dernière étant mesurée par le ratio des cash-flows opérationnels sur actifs réévalués. Selon ces études, le type d'acquisition (liée ou non liée à l'activité de la firme acquéreuse), permet de prédire si on observera ou non, en moyenne, un accroissement de la performance post-acquisition de la firme acquéreuse.

Toutefois, une étude récente menée par Anand et Singh (1997) dans le secteur de la défense américaine vient moduler cette affirmation et relancer le débat. En effet, on constate que dans ce secteur, quel que soit le type d'acquisition (liée ou non-liée), lorsque l'acquisition a lieu pendant la phase de croissance, la performance post-acquisition, mesurée par ce même ratio des cash-flows sur actifs réévalués, n'enregistre aucun changement. En revanche, pendant la phase de déclin, la performance post-acquisition des firmes acquéreuses est supérieure, et ce, quel que soit la nature de l'acquisition (liée ou non-liée). Cette étude suggère donc que, selon la situation sectorielle de la firme acquéreuse (phase de croissance ou phase de déclin), on peut prédire si on observera ou non, de manière générale, un accroissement de sa performance suite à l'acquisition.

Dans ces conditions, notre étude, essentiellement qualitative, fournit une proposition de typologie des acquisitions en fonction, à la fois du type de diversification<sup>1</sup> externe (liée ou non) et de la phase sectorielle de la firme acquéreuse (en croissance ou en déclin). Puis, nous

---

<sup>1</sup>. Les fusions et acquisitions constituent un élément seulement des possibilités de diversification des firmes (Simonds, 1990). Nous étudions ici l'impact des opérations de F/A sur la rentabilité de la firme et non le rôle des F/A dans les stratégies de diversification.

développons la relation qui peut exister entre la performance post-acquisition de la firme acquéreuse et l'effet combiné du type d'acquisition et de la situation sectorielle. Alors que la considération isolée de chacune des dimensions ne semble pas permettre d'apporter une conclusion quant à la variation de performance que l'on peut attendre de la firme acquéreuse, la prise en compte simultanée de ces deux dimensions devrait permettre de le faire. A cette fin, nous adaptons au cas des opérations de F/A le modèle d'équilibre en signalisation (Cho, Kreps, 1987). Par hypothèse, une entreprise révèle de l'information privée en sa possession lorsqu'elle prend une décision stratégique. Lors d'une F/A, les informations dévoilées par une firme concernent principalement sa capacité en terme de ressources, sa position concurrentielle, sa capacité financière et ses perspectives de rentabilité, voire de survie, à long terme.

Pour étayer notre raisonnement, nous passons d'abord en revue les arguments développés pour expliquer l'absence ou la présence d'un gain de performance après acquisition pour la firme acquéreuse selon le type de F/A. Ces arguments sont le plus souvent empruntés à l'approche de la firme basée sur les ressources. Nous passons ensuite en revue les arguments justifiant l'absence ou la présence d'un gain de performance après acquisition pour la firme acquéreuse selon la phase sectorielle dans laquelle elle se trouve. Ces arguments sont le plus souvent issus de l'approche industrielle et sectorielle de la stratégie. Puis, nous présentons dans notre typologie, sous forme de propositions appuyées par de courtes études de cas spécifiques ou empruntées à la littérature, l'effet combiné des types et circonstances de l'acquisition sur la performance post-acquisition de la firme acquéreuse. Enfin, nous discutons des mérites relatifs de l'approche basée sur les ressources et de l'approche industrielle pour expliquer la performance post-acquisition des firmes acquéreuses. Nous évoquons aussi l'impact et les conséquences du choix du ratio des cash-flows opérationnel sur actifs réévalués comme mesure de performance sur la portée et la validité des conclusions que l'on peut tirer en termes de performance post-acquisition de la firme acquéreuse.

## **1. EVOLUTION DE LA PERFORMANCE ET LIEN AVEC L'ACQUISITION**

Un certain nombre de recherches tendent à démontrer qu'en général les opérations de fusion/acquisition n'apportent pas de gain de performance à la firme acquéreuse (Mueller, 1980; Ravenscraft, Scherer, 1987; Herman, Lowenstein, 1988). Par exemple, Ravenscraft et Scherer (1987), sur base de l'étude de la vague de F/A qui eut lieu dans les années 60 aux USA, démontrent que la rentabilité des acquéreurs n'a pas augmenté après acquisition.

Or, une des particularités de ces acquisitions résidait dans l'absence de relation entre la firme acquéreuse et la firme acquise. En effet, vu l'attitude des autorités anti-trust américaines à cette époque, toute fusion ou acquisition liée était interdite. Les firmes en mal de croissance et de projet d'investissement alternatif rentable préféraient, avec la bénédiction des marchés boursiers, acheter de la croissance par acquisition non-liée (Shleifer, Vishny, 1991). L'intérêt de ces acquisitions était commun aux actionnaires et aux managers. D'une part, les actionnaires des firmes acquéreuses échappaient ainsi aux impôts qu'ils auraient dû payer en cas de distribution des cash flows non utilisés sous forme de dividendes. D'autre part, les managers confortaient leur position et leurs revenus en assurant la croissance de leur firme. Ils pensaient également diminuer de cette manière les problèmes de cyclicalité en diversifiant les sources de revenus et donc le risque lié à l'unicité de leur activité (Seth, 1990).

Cependant, cette allocation des fonds disponibles, sous forme d'acquisitions non-liée, est loin d'être optimale en termes de maximisation de la valeur économique de l'entreprise pour les actionnaires (Jensen, 1986). En effet, en l'absence de synergie dans une opération de F/A, il est établi que les investisseurs des marchés boursiers sont généralement plus efficaces dans l'allocation des ressources que les entreprises conglomerales (Chatterjee, 1992; Barney, 1997). Contrairement à ce que Williamson (1975) déclare, les quartiers généraux des firmes conglomerales ne sont que rarement mieux informés que les marchés externes des capitaux sur la valeur d'une opportunité d'investissement de diversification externe (Shleifer, Vishny, 1991). Par exemple, les conglomerats se montrèrent relativement inefficaces dans la gestion de la technologie (Holland, 1989).

Lorsque l'attitude des autorités anti-trust s'est assouplie par rapport aux F/A liées, une autre vague de F/A, à nouveau soutenue par les marchés boursiers, eut lieu dans les années 80. Un de ses effets principaux fut de démanteler la plupart de ces conglomerats. Comme le montrent Porter (1987) ou Bhagat *et al.* (1990), plus de 50% des firmes acquises lors de diversifications externes non-liées dans les années 60 ont été revendues quinze ans plus tard. Plus de 70% des actifs non-liés repris lors de F/A dans les années 80 ont été remis entre les mains d'entreprises qui en ont un usage direct. Parallèlement, des études comme celle de Healy, Palepu et Ruback (1992) montrent que, en moyenne, la performance post-acquisition des firmes acquéreuses augmentait dans le cas d'acquisitions liées, *a contrario* des acquisitions non-liées.

Cet accroissement de la performance post-acquisition dans le cas d'une diversification externe liée par F/A est généralement expliqué par la théorie de la firme basée sur les ressources. En effet, selon cette perspective, pour qu'une acquisition permette d'accéder à des profits anormaux, il faut qu'il existe certaines synergies spécifiques à l'acquisition (Bradley, Desai, Kim, 1983, 1988; Chatterjee, 1986). L'existence de synergies<sup>2</sup>, rares et importantes pour la construction d'un avantage compétitif, qui ne sont pas facilement imitables ou substituables ou acquérables sur le marché des ressources par la concurrence, peut conférer à ces acquisitions une perspective de rendements anormaux (Barney, 1991; Petaraf, 1993). Mais, pour que la rente anormale attendue de ces synergies ne soit pas appropriable par les actionnaires de la firme acquise, il faut encore que le marché des acquisitions soit inefficace, c'est-à-dire que l'information concernant ces synergies et/ou leur valeur réelle ne doit pas être connue de la firme visée ni d'autres acheteurs potentiels au moment de l'acquisition (Barney, 1988). Sinon, ce sont généralement les actionnaires de la firme acquise qui s'approprient cette rente (Jarrell, Brickley, Netter, 1988).

L'approche par les ressources fournit ainsi un cadre d'analyse théorique des avantages concurrentiels, durables et potentiellement générateurs de rentes, qui peuvent naître d'une F/A. Markides et Williamson (1994) montrent que, selon cette approche, un avantage concurrentiel durable ne peut être généré par une F/A que s'il y a une possibilité de créer et/ou d'accumuler rapidement et à bon marché des ressources stratégiques importantes, rares, non-imitables, non-substituables et non-acquérables sur le marché des facteurs stratégiques (Barney, 1986). Selon cette vision, une acquisition qui ne procurerait que des avantages d'efficacité ou non distinctifs<sup>3</sup>, généralement facilement imitables par nature, déboucherait

---

<sup>2</sup>. Lubatkin (1983) et Jensen, Ruback (1983) fournissent une liste des sources potentielles de synergies stratégiques entre la firme acquéreuse et la firme acquise.

<sup>3</sup>. Même une diversification fortement liée peut n'offrir que de médiocres perspectives d'exclusivité par rapport à la concurrence.

sur des profits importants mais à court terme, car cette forme d'avantage s'érode vite (Dierickx, Cool, 1989). Par contre, une acquisition qui permettrait de générer de nouvelles ressources ou de nouvelles compétences non-imitables, rares et importantes, fournirait un avantage concurrentiel durable et rentable.

La difficulté de l'approche par les ressources se trouve au niveau de la mise en oeuvre opérationnelle de la notion de lien ("relatedness"). Le problème de la mesure de la relation entre deux entreprises est délicat parce qu'il détermine a priori les résultats des études basées sur cette mesure. Plusieurs manières de définir le degré de liaison entre deux firmes sont envisageables, et les méthodes proposées ne font pas l'unanimité. Une classification couramment utilisée pour identifier le type de F/A se fonde sur le code sectoriel de l'entreprise. Cette dernière (établie par la Federal Trade Commission en rapprochant les codes SIC<sup>4</sup>) distingue quatre types de F/A: (1) verticale, (2) horizontale, (3) concentrique, et (4) conglomérale.<sup>5</sup> Mais, d'autres classifications existent, comme celle de Palepu (1985) basée sur une mesure d'entropie à partir des codes SIC, ou celle de Rumelt (1974), plus subjective et basée sur la proximité de deux firmes en fonction des compétences, ressources, marchés ou objectifs poursuivis. Toutefois, l'étude de Seth (1990) a montré que l'impact du lien de l'acquisition sur la performance est stable pour des classifications différentes du lien entre firme acquéreuse et firme acquise. Dans cette étude, seuls deux cas sont considérés: les acquisitions liées, que l'on peut globalement assimiler aux acquisitions horizontales ou concentriques, et les acquisitions non-liées, c'est-à-dire les acquisitions de type congloméral. Malgré son caractère rudimentaire, cette distinction entre F/A liée ou non-liée s'est déjà avérée particulièrement fructueuse dans l'étude des gains de performance post-acquisition des firmes acquéreuses.

Cependant, le fait que les F/A liées semblent être plus rentables que celles qui sont non-liées peut masquer un autre phénomène. En effet, vu la définition du degré de liaison de deux entreprises, on s'aperçoit que, concrètement, les entreprises les plus liées sont généralement celles d'un même secteur. L'implication directe de cette constatation est que les F/A rentables doivent généralement s'inscrire dans une logique sectorielle et/ou industrielle pour réussir, suite notamment à la spécificité des ressources (Dierickx, Cool, 1989).

## **2. INFLUENCE DES CONDITIONS SECTORIELLES SUR LA PERFORMANCE POST-ACQUISITION**

Les conditions sectorielles qui prévalaient lors des fusions et acquisitions des années 60 aux USA n'étaient pas les mêmes que celles des années 80. Si les années 60 se caractérisaient par une faible concurrence et un environnement relativement stable, dans les années 80, la

---

<sup>4</sup> . En fait, la plupart des études américaines sur les F/A sont basées les données FTC (Seth, 1990).

<sup>5</sup> . (1) verticale (achat ou fusion amont ou aval d'entreprises en relation l'une avec l'autre), (2) horizontale (achat ou fusion d'entreprises produisant les mêmes produits), (3) concentrique (achat ou fusion d'entreprises proches en termes de techniques de production ou de distribution), et (4) conglomérale (achat ou fusion d'entreprises n'ayant aucune des caractéristiques précédentes).

situation avait complètement changé. Non seulement la législation anti-trust avait radicalement changé d'orientation, permettant ces larges restructurations industrielles, mais, en plus, la concurrence était devenue beaucoup plus vive et l'environnement nettement moins stable. De ce fait, une chasse systématique aux inefficiences conglomerales et managériales eut lieu. Ainsi, les F/A de cette deuxième vague furent le plus souvent hostiles. On put observer que les gains d'efficacité enregistrés par les firmes rachetées par d'autres, ou par leur management pour échapper au contrôle incompétent de leurs quartiers généraux (Leverage Buy-Out), débouchaient sur des gains de productivité considérables (Shleifer, Vishny, 1988; Kaplan, 1989; Lichtenberg, Siegel, 1989). Certaines études comme celle de Easterbrook et Jarrell (1984), ou celle de Bradley, Desai, Kim (1983) semblent même prouver qu'une firme convoitée, et qui refuserait d'être acquise, diminuerait sa valeur économique à long terme.

Cette deuxième vague de F/A qui procéda, dans les années 80 aux USA, au démantèlement des conglomerats et à la restructuration des activités des entreprises par secteurs est le signe de la limite du mode d'organisation multidivisionnel des conglomerats (Chandler, 1990; Davis, Stout, 1992). La faillite de ce mode d'organisation met implicitement en évidence l'importance des conditions sectorielles dans l'analyse des gains de performance post-acquisition que peuvent attendre les firmes acquéreuses. En effet, dans un environnement stable et peu concurrentiel, les quartiers généraux peuvent gérer avec une certaine efficacité une allocation intersectorielle des ressources. Par contre, dans un environnement instable, très concurrentiel et changeant rapidement, ils ne sont plus à même de prendre des décisions d'allocation intersectorielle des ressources efficaces et pertinentes, suite notamment aux problèmes de surcharge informationnelle et de rationalité limitée (March, Simon, 1958). De plus, la rapidité de manoeuvre que peut généralement offrir une F/A est importante dans la mesure où, particulièrement dans un environnement turbulent, la vitesse de réaction et d'ajustement est souvent vitale.

Ces vastes mouvements de restructuration de nombreux secteurs industriels ont montré les limites des conglomerats. Mais, ils ont surtout montré que la logique industrielle et sectorielle est importante dans la construction de la rentabilité des grandes firmes diversifiées, particulièrement dans des environnements turbulents et fortement concurrentiels. Par conséquent, la rentabilité des opérations de F/A est aussi influencée par les conditions sectorielles. Par exemple, l'analyse des motivations poursuivies par les managers lors d'opérations de F/A est éclairante quant aux conditions sectorielles qui leur sont considérées comme propices par les managers. Une étude de Walter et Barney (1990), qui relie les motivations des managers en matière de F/A au type de F/A, montre que les cinq catégories de motivations dominantes dans les opérations de F/A sont les suivantes: (1) obtenir et exploiter des économies d'échelle et d'étendue, (2) s'assurer le contrôle des interdépendances majeures et permanentes, (3) étendre ses lignes de produits et marchés actuels, (4) entrer dans de nouvelles activités et (5) utiliser et maximiser les capacités financières d'une firme (voir tableau 1). Ces motivations correspondent beaucoup plus aux problèmes et aux conditions rencontrés par les entreprises dans des secteurs en phase de maturité ou de déclin que dans des secteurs en croissance (Harrigan, Porter, 1983; Harrigan, 1988). Il s'en suit que pour juger de la performance post-acquisition d'une F/A, on ne peut ignorer les conditions sectorielles, et plus particulièrement le stade du cycle de vie du secteur.

**Tableau 1** : Distribution des catégories de motivations selon le type de F/A (adapté de Walter et Barney, 1991).

<i>Type de diversification</i>	<i>Catégories de motivations managériales</i>				
	<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>
<i>Verticale</i>	0.135	0.583	0.266	0.302	0.069
<i>Horizontale</i>	0.271	0.302	0.255	0.406	0.106
<i>Concentrique</i>	0.208	0.260	0.474	0.177	0.044
<i>Conglomérale</i>	0.031	0.031	0.036	0.656	0.525

Dans les secteurs en croissance, les soucis majeurs des managers sont l'obtention de gains de parts de marchés, la définition du positionnement des produits sur le marché, le développement des capacités de production, l'établissement de circuits de production efficaces et fiables, l'imposition de standards, la recherche et le développement de nouveaux produits (Porter, 1980; Grant, 1995). Cette phase est caractérisée par des investissements lourds, tant dans l'outil de production pour augmenter la capacité, que dans la recherche pour innover, ou dans le marketing pour différencier les produits de ceux de la concurrence. Les opportunités rentables de développement interne sont souvent nombreuses. Le management est beaucoup plus pris par la gestion des activités courantes (Chandler, 1990). Les cash flows disponibles sont plus rares et ont un usage interne immédiat. Alors, les intérêts des managers et des actionnaires de la firme coïncident. En effet, la valeur des titres de la firme croît avec les perspectives de croissance de la firme. D'autre part, dans un secteur en croissance, les possibilités d'accroître la performance par rapport à celle des concurrents sont plutôt rares, et ce d'autant plus par une F/A, qu'elle soit liée ou non. Dans ces conditions, les acquisitions sont plus souvent vues comme un manque d'innovativité et de créativité de la part de la firme acquéreuse que comme un bon mouvement. Ce genre d'initiative est généralement ignoré ou sanctionné par les marchés boursiers.

Dans les secteurs en déclin, par contre, les soucis majeurs des managers sont la survie de l'entreprise et le maintien de sa rentabilité. Ils devraient, en fonction de l'évolution de la demande et de la concurrence, rationaliser l'outil de production, viser à réduire les surcapacités structurelles, diminuer ou supprimer la recherche et développement sauf pour les améliorations de processus, éviter une guerre des prix et, éventuellement, se diversifier dans d'autres secteurs ou se focaliser sur niche rentable. Cette phase est généralement caractérisée par une disponibilité de cash flows importants. L'intérêt des managers et des actionnaires peut être très divergent. En effet, les actionnaires souhaitent souvent recycler leurs capitaux dans d'autres entreprises plus rentables et attendent des managers la liquidation ou du moins une forte restructuration et une forte réduction des actifs. Les managers, par contre, sont souvent hésitants ou réfractaires pour engager ce genre de mesures<sup>6</sup> (Jensen, 1988). Ainsi, dans les secteurs en déclin, l'initiative de procéder à une F/A témoigne d'une volonté de préserver la rentabilité de la firme et du secteur et de s'y maintenir. Les gains potentiels attendus d'une F/A, dans une conjoncture déprimée ou en récession sont relativement plus élevés.

<sup>6</sup>. Ces problèmes de conflits ou d'intérêts divergents entre actionnaires et gestionnaires renvoient à la théorie de l'agence.

L'épuration du secteur qui en résulte d'habitude se traduit par un assainissement de la situation sectorielle et un gain de performance post-acquisition. Dans ces circonstances, les opérations de F/A sont généralement bien accueillies par les marchés financiers.

Donc, non seulement le type de F/A importe dans l'anticipation du gain de performance post-acquisition attendu d'une firme lors d'une F/A, mais également la situation sectorielle dans laquelle cette F/A se déroule, compte aussi beaucoup. L'étude de Anand et Singh (1997) sur le secteur de la défense américaine est révélatrice à cet égard. Ce secteur a connu deux périodes très contrastées en termes d'évolution et sans phase de transition entre les deux, l'une de forte croissance de 1978 à 1986, l'autre de déclin, suite à la réduction des budgets de la défense américaine, de 1987 à 1992. Des opérations de F/A ont eu lieu pendant ces deux périodes. Le gain de performance post-acquisition pour les firmes acquéreuses varie en moyenne, non seulement en fonction du type de F/A, mais aussi selon la phase sectorielle (voir tableau 2). Cette étude témoigne de l'importance de la combinaison du type de F/A, c'est-à-dire du mode d'allocation des ressources, avec celle de la situation sectorielle.

### 3. TYPE D'ACQUISITION, PHASE SECTORIELLE ET PERFORMANCE : UNE TYPOLOGIE

Le tableau 2, provenant de Anand et Singh (1997), illustre les effets attendus d'une F/A sur la performance de l'acquéreur, selon le type d'acquisition, liée (rester dans le secteur de la défense) ou non-liée (diversification vers des activités civiles), et la phase sectorielle (croissance ou déclin). Comme chez Healy, Palepu et Ruback (1992), les cash flows d'exploitation sont rapportés aux actifs réévalués afin de tenir compte de leur valeur d'opportunité (s'ils étaient vendus). Puis le ratio de l'échantillon des acquéreurs est normalisé par le ratio moyen de l'industrie (calculé par Compustat). Un chiffre positif signifie ainsi que l'acquéreur a pu dégager des cash flows supérieurs à l'évolution moyenne de son secteur.

**Tableau 2** : Type d'acquisition, phase sectorielle et performance (tiré de Anand et Singh, 1997).

<i>Période</i>	<i>Domaine de diversification externe</i>	
	<i>défense - civil</i>	<i>défense - défense</i>
<i>taux de croissance annuel</i>		
<i>Croissance (1978-1986)</i>	5,05 %	-2,94 %
+ 8,06 %		
<i>Déclin (1987-1992)</i>	9,56 %	13,30 %
- 9,40 %		

L'observation du tableau 2 souligne l'importance de la phase sectorielle sur la performance post-acquisition de l'acquéreur. Comme un plus grand nombre d'acquisitions prend place au cours du déclin sectoriel, les moyennes pondérées feront ressortir en général la plus grande

efficacité des acquisitions liées.<sup>7</sup> Mais ce verdict est visiblement trompeur. Car les acquisitions reliées apparaissent nettement moins performantes durant la phase de croissance. Le but de cette section est d'expliquer en quoi les conditions prévalant dans chaque phase sectorielle modifient les résultats de F/A. En distinguant les transactions suivant cette dimension, il sera possible de réconcilier certains résultats provenant des études antérieures.

L'explication se fonde sur les modèles d'équilibre en signalisation à la Cho et Kreps (1987). L'hypothèse est que les acteurs économiques disposent d'information privée que leurs choix sont susceptibles de révéler. Ainsi, les décisions stratégiques prises par l'entreprise doivent transmettre une partie de l'information en sa possession. A titre d'exemple, dans le modèle de Myers et Majluf (1984), la décision de financer un projet par une augmentation de fonds propres aurait tendance à diffuser une information privée négative sur les perspectives du projet. C'est le cadre généralement retenu pour expliquer la baisse des actions lors d'augmentation de capital en numéraire. Outre ses applications très diverses à la structure financière ou la distribution de dividendes, cette approche a été exploitée dans la théorie des F/A pour justifier la moins bonne performance des OPE par rapport aux OPA (Grossman, Hart, 1980). Toutefois, l'analyse empirique fournit des enseignements mitigés sur la question (Healy *et al.*, 1992). L'arbitrage entre les moyens de financement représente certainement une dimension clé de la politique d'entreprise. Mais le choix final peut dépendre plus des conditions extérieures, comme la conjoncture boursière, que du différentiel d'information entre les dirigeants et le marché. De la même manière, l'arbitrage entre la croissance interne et la croissance externe revêt une dimension fondamentale. Ainsi, la décision de procéder à une acquisition trahit naturellement les avantages de cette stratégie et révèle l'état des ressources de l'entreprise au moment de la transaction. Comme l'a montré la section précédente, les implications seront de nature différente suivant la phase sectorielle.

Rappelons que, dans un secteur en croissance, l'entreprise bénéficie d'une demande soutenue pour ses produits. Ses ressources sont ainsi entièrement mobilisées à la satisfaction de cette demande. Surtout, elle doit se préparer à un accroissement de son chiffre d'affaires et oriente donc naturellement ses investissements vers l'augmentation de ses capacités de production. En particulier, ses ressources financières sont fortement sollicitées par l'accroissement conjoint des immobilisations et de l'actif circulant, supérieurs aux revenus d'exploitation (Porter, 1980). En choisissant de recourir à la croissance externe pour renforcer ses capacités existantes, l'entreprise laisse transpirer qu'elle ne dispose pas des ressources internes nécessaires à sa croissance. En effet, la croissance externe est généralement coûteuse dans ce contexte et ne peut être immédiatement rentabilisée. C'est pourquoi le type d'acquisition qu'elle entreprend peut être révélateur de sa position concurrentielle et de l'évolution de sa performance financière en particulier. Dans la phase de croissance, une entreprise qui procède à une acquisition liée peut ainsi indiquer qu'elle ne trouve pas en interne les ressources suffisantes pour développer ses parts de marché. Elle est obligée d'aller chercher ces ressources en externe à un prix élevé, puisque ces ressources font l'objet d'une demande soutenue en raison de la situation favorable du secteur.

Une motivation importante pour laquelle l'entreprise peut vouloir augmenter sa part de marché à tout prix est que la taille procure un pouvoir de marché très utile au cours de la

---

<sup>7</sup>. Dans l'échantillon de Anand et Singh (1997), on trouve ainsi 70 acquisitions pendant la phase de déclin contre seulement 30 acquisitions pendant la phase de croissance, d'une durée pourtant plus longue.



phase de croissance sectorielle. Lors de l'établissement de standards dans une industrie, la part de marché est primordiale afin d'inciter les firmes rivales à rallier le standard choisi.<sup>8</sup> En procédant à une acquisition liée, l'entreprise est donc susceptible de trahir qu'elle ne dispose pas d'un pouvoir suffisant pour peser sur le marché et l'orienter dans le sens qui lui serait le plus favorable.<sup>9</sup> Ce poids pourra être acquis grâce à la croissance externe mais au prix d'un effort financier pénalisant pour la suite.

D'autre part, l'entreprise peut aussi penser de façon prospective que si elle garde une taille modeste, ses cash flows à venir seront insuffisants à mesure que le secteur arrivera à maturité. Les dilemmes se transformeront en canards boiteux (Porter, 1980). Afin précisément d'éviter ce scénario, la firme va chercher à augmenter ses parts de marché ce qui va se traduire dans un premier temps par des sorties de fonds et des résultats d'exploitation déprimés car l'entreprise va devoir amortir la survaleur résultant de son acquisition. Si l'entreprise ne parvient pas à augmenter sa part de façon significative, par exemple si elle doit se contenter d'acquisitions mineures, alors en cas de retournement du marché, la structure de ses coûts l'empêchera de dégager une marge suffisante et la productivité de ses actifs s'en ressentira de façon négative. De manière générale, une acquisition liée au cours de la phase de croissance fera suspecter une faiblesse de l'entreprise que les résultats ultérieurs devraient révéler en moyenne.

***Proposition 1.*** *Dans un secteur en croissance, une acquisition liée annonce en général une performance financière post-acquisition en baisse de la firme acquéreuse.*

Dans le sens opposé, les acquisitions non-liées en phase de croissance tendent à signaler la capacité de l'acquéreur à développer de nouvelles activités. Malgré les perspectives favorables du secteur dans lequel l'entreprise est engagée, et qui sollicitent déjà considérablement ses ressources, cette dernière cherche à faire émerger d'autres activités. On peut logiquement en déduire que l'entreprise dispose de ressources excédentaires pouvant être affectées à une activité non reliée à son activité principale. En particulier, ses ressources financières internes ou sa capacité d'endettement doivent être suffisantes pour couvrir l'acquisition dans l'immédiat. Pour la suite, l'entreprise peut anticiper que ses cash flows d'exploitation suffiront à couvrir les besoins liés au développement des activités naissantes sur les prochains exercices.

Au cours de la phase de croissance des dépenses militaire américaines, les firmes ayant procédé à des acquisitions non-liées ont vu leur valeur boursière progresser de façon importante. Le tableau 3 reprend l'annexe de Healy *et al.* (1992) pour les firmes les plus dépendantes des commandes du Pentagone. On remarque que l'excès de rendement cumulé atteint des niveaux très significatifs alors que la plupart des acquéreurs dans l'échantillon enregistrent une baisse de leur valeur. Compte tenu de la corrélation positive, démontrée dans le même article, entre la performance post-acquisition et la réévaluation boursière au moment de la transaction, on peut donc suspecter la réussite des acquisitions non-liées au cours de la phase de croissance.

---

<sup>8</sup>. Une autre façon d'aboutir au même résultat est de passer par des alliances stratégiques.

<sup>9</sup>. Par exemple, son poids n'est pas suffisant pour faire entendre sa voix face à ses partenaires.

**Tableau 3** : Excès de rendement cumulé de l'acquéreur (tiré de Healy, Palepu, Ruback, 1992)

<i>Acquéreur</i>	Allied-Signal	Fairchild	Litton	Raytheon
<i>Acquisition</i>	Wheelabrator	VSI	Itek	Beech Aircraft
<i>Année</i>	1983	1980	1983	1980
<i>Rendement</i>	+8.5 %	+19.1 %	+8.5 %	+22.5 %

Typiquement, les acquisitions non-liées sont le fait d'entreprises disposant de positions fortes dans un secteur en croissance et qui s'attendent à en tirer les fruits dans les années à venir. Il leur faut aussi prévoir le développement de nouvelles lignes de produit, i.e. les dilemmes, qui prendront à terme la relève des produits existants. Les acquisitions non-liées dans ce cadre sont donc plutôt la preuve de la confiance de l'entreprise à pouvoir compter sur ses cash flows à venir pour développer de nouvelles activités. Ainsi, la performance enregistrée à la suite de l'acquisition traduira plus la dynamique de l'entreprise que les avantages génériques d'une acquisition non-liée.

**Proposition 2.** *Dans un secteur en croissance, une acquisition non-liée annonce en général une performance financière post-acquisition de la firme acquéreuse en hausse.*

Pendant la phase de déclin, les F/A contribuent puissamment à la réorganisation du secteur. En particulier, les acquisitions liées favorisent un retrait rapide des capacités de production excédentaires alors qu'une firme aura plus de difficultés à organiser son propre démantèlement compte tenu des problèmes d'agence soulignés par Jensen (1986). Lorsqu'elle fait l'objet d'un rachat, la cible partage avec l'acquéreur les efforts de restructuration et permet à une partie d'elle même de survivre aux réductions de capacités. Par ailleurs, on peut noter que les prises de contrôle se réalisent souvent à des prix intéressants dans la mesure où certains producteurs marginaux tentent de sortir du secteur pendant qu'ils le peuvent. Dans le secteur de la défense américaine, des groupes comme IBM et Unisys, Ford, GM et Chrysler ont ainsi rapidement vendu leur filiales d'électronique militaire après que le Pentagone ait entamé la contraction de son budget. Pour l'acquéreur, comme pour les firmes rivales, la sortie d'un concurrent a des effets bénéfiques car elle permet d'éviter une guerre des prix qui laminerait les marges de tous les participants.

D'un point de vue opérationnel, l'acquisition permet à l'acquéreur de mettre en oeuvre des synergies par recombinaison des ressources des deux entités. Dans un secteur dont la demande est désormais stabilisée, et où l'innovation ne joue plus un rôle aussi important, l'augmentation des parts de marché que procure la croissance externe permet à la firme de consacrer ses efforts à la réduction de ses coûts sans crainte particulière du côté de la demande. De cette façon, l'entreprise met en place les conditions d'une forte rentabilité dans les années qui suivront. Au moment du retournement du secteur, les acquisitions entraînent également peu de survaleurs compte tenu des faibles prix d'acquisitions. Le ratio Q qui mesure l'écart entre la valorisation du marché et sa valeur comptable de remplacement s'élève

souvent à moins de l'unité.<sup>10</sup> Avec peu d'amortissements, les firmes pourront plus facilement afficher des résultats d'exploitation en hausse à la suite de leur acquisition. Naturellement, il s'agit d'un résultat que l'on va constater *a posteriori*.

D'un point de vue informationnel, une opération d'acquisition dans un secteur en déclin affiche *a priori* la volonté de l'acquéreur de demeurer dans le secteur et d'en devenir un acteur relativement plus important. De ce fait, cette décision traduit la confiance de la firme dans sa capacité à générer des cash flows satisfaisants dans un secteur où la concurrence sera vive et montre qu'elle compte résister à une baisse temporaire des profits en attendant l'élimination des surcapacités. Comme l'indique Porter (1980), la décision de ne pas partir doit être appuyée par des déclarations fermes concernant les intentions de la firme. Celles-ci sont destinées à encourager le départ des plus faibles et réduire ainsi la rivalité au sein du secteur. Mais en fin de compte, la meilleure manifestation d'une intention est sûrement mieux traduite dans le geste que fait l'entreprise en augmentant sa part de marché. Il ne pourra alors subsister aucun doute dans l'esprit des concurrents quant à sa détermination.<sup>11</sup> Par des acquisitions liées dans un secteur en déclin, l'entreprise contribue à la consolidation du secteur et à la réalisation de synergies opérationnelles, mais elle affiche aussi quelles sont ses anticipations. En l'occurrence, l'augmentation de son engagement témoigne sa confiance dans la réussite de sa propre restructuration. Elle traduit aussi l'anticipation qu'une plus forte emprise sur le marché doit lui permettre de réaliser une meilleure performance que ne lui offrirait la solution du retrait.

Il ne faut pas perdre de vue la faible attractivité du secteur dans son ensemble. Quel peut être, en effet, l'intérêt d'investir dans un secteur en déclin ? C'est ce qui représente la différence avec la stratégie correspondante durant la phase de croissance où l'attrait est plus grand. Dans ce dernier cas, la question d'aller voir ailleurs semble beaucoup moins justifiée. C'est pourquoi les inférences qu'on peut tirer d'une opération de F/A seront diamétralement opposées. Dans le cas présent et d'un point de vue informationnel, l'acquisition apparaît comme le signe d'une position concurrentielle forte. Par conséquent, il faut s'attendre à une performance financière au-dessus de la moyenne. D'un autre côté, une telle politique de leadership (selon la terminologie de Porter, 1980) s'accompagne aussi d'une forte consommation de ressources. A l'échelle microéconomique, l'entreprise réagit comme si le secteur était en croissance. On doit donc envisager un effet dépressif sur les cash flows, d'autant que peut venir s'ajouter l'amortissement des survaleurs liées aux acquisitions. A court terme, cet effet va donc contribuer à une baisse temporaire des cash flows avant que les synergies anticipées par l'entreprise qui agissait dans cette perspective ne viennent prendre le

---

<sup>10</sup>. Au plus fort de la crise, le ratio Q médian s'établissait à moins de 0.5 (Anand et Singh, 1997, tableau 3).

<sup>11</sup>. Les avantages de cette stratégie sont exemplifiés dans l'expression « brûler les ponts derrière soi » qui révèle à l'ennemi que l'on est prêt à se battre sans solution de repli, donc sans autre perspective que la victoire. Ainsi, à la suite du fameux « dernier souper » au cours duquel le secrétaire à la défense américain, Les Aspin, annonça aux dirigeants des firmes contractantes que la prochaine réunion ne verrait qu'une minorité de l'assistance y prendre part de nouveau, beaucoup des patrons présents s'empressèrent d'affirmer qu'ils ne se sentaient pas concernés par les déclarations. Non qu'elles furent dénuées de menaces, mais pour convaincre leurs confrères d'abandonner la partie avant eux même. C'est la stratégie suivie en particulier par la firme Lockheed Martin qui a maintenu le niveau de ses investissements tout en accumulant les acquisitions.

relais. En moyenne, l'observation sur une période suffisamment longue doit mettre en évidence, pour les acquisitions liées, une amélioration de la performance à moyen terme (sous l'effet des synergies) précédée par une stagnation ou une baisse (en raison des investissements/ restructuration/ absorption).

**Proposition 3.** *Dans un secteur en déclin, une acquisition liée annonce en général une hausse progressive de la performance financière post-acquisition de la firme acquéreuse.*

A la différence du cas précédent, les acquisitions non-liées traduisent la volonté de l'acquéreur de réduire son exposition au secteur concerné ou, encore, de diversifier ses risques. C'est donc potentiellement le signe que ce dernier n'est pas en mesure d'attendre la stabilisation du secteur autour d'un nombre restreint de firmes dont il ne ferait plus partie. L'interprétation dépend en partie du portefeuille d'activités de l'entreprise dont la dimension semble avoir été peu utilisée dans les études antérieures. Deux cas de figure sont donc à envisager. Dans l'hypothèse où la firme est relativement dépendante du secteur touché, en cherchant à assurer ses arrières, elle ne témoigne pas une grande confiance dans son avenir à l'intérieur du secteur.<sup>12</sup> Dans la mesure où ses autres activités seraient marginales, la diversification semble un choix imposé plutôt qu'une stratégie délibérée. Par conséquent, on ne peut attendre, de sa part, une performance supérieure à la moyenne. D'autre part, les acquisitions non-liées ne permettront pas de dégager de véritables synergies opérationnelles, donc d'obtenir une réduction des coûts indispensable face à la contraction de la demande. En toute logique, les cash flows devraient donc baisser. Pour prendre un exemple, le fabricant de pneumatiques Goodyear opta en 1984 pour une diversification dans le transport et le stockage de pétrole brut en rachetant la firme Celeron. L'opération fut présentée aux actionnaires comme la redéfinition du métier du manufacturier autour des dérivés pétroliers. Même si un lien théorique existe avec son activité de base, l'opération ne pouvait que trahir la confiance limitée de l'équipe dirigeante dans les perspectives de leur entreprise à l'intérieur de son secteur. Les résultats qui suivirent furent d'ailleurs particulièrement décevants et la firme fut la cible, deux ans plus tard, d'une tentative de prise de contrôle par J. Goldsmith. Cette menace l'obligea, contre son gré, à se refocaliser sur les pneumatiques, et entraîna une hausse sensible des résultats d'exploitation. La firme possède toujours un bel avenir dans le secteur mais son management avait cédé à la solution de facilité (Jensen, 1986).

En revanche, si l'entreprise présente un caractère plus diversifié, l'acquisition peut simplement correspondre à la décision de renforcer l'un de ses axes d'activité, et l'entreprise se livre en fait à un arbitrage stratégique. C'est le cas de Westinghouse, conglomérat impliqué dans la défense et les médias, qui a cédé ses activités militaires à Northrop-Grumman pour se recentrer sur la communication dont elle a parallèlement renforcé le poids grâce à l'acquisition de CBS.

Dans les deux cas, l'entreprise qui investit dans de nouvelles activités est moins pénalisée par la contraction de la demande du secteur en déclin dans la mesure où elle marginalise l'activité sur laquelle sa position concurrentielle s'effrite pour investir dans les activités sur lesquelles ses perspectives sont en principe meilleures. Mais il y aura alors consommation de ressources financières donc une réduction probable des cash flows.

---

<sup>12</sup>. A la différence des armées qui combattent dos au mur, suivant la métaphore déjà évoquée.

Certaines firmes peuvent voir aussi leur cash flows d'exploitation s'améliorer sans pour autant procéder à aucune acquisition. C'est le cas, toujours dans la défense, de McDonnell Douglas dont la performance financière est particulièrement remarquable. En fait, l'amélioration des cash flows provient simplement d'une stratégie de récolte des fruits mûrs correspondant à un arrêt des investissements et une réduction du besoin en fonds de roulement, qui agissent simultanément sur le numérateur et le dénominateur du ratio cash flows sur actifs utilisé par Healy, Palepu et Ruback (1992) comme étalon de performance. D'un côté, la réduction drastique des programmes de développement contribue à comprimer les dépenses, en particulier la masse salariale, ce qui accroît le résultat d'exploitation. D'autre part, la réduction des immobilisations permet encore d'augmenter le levier opérationnel et joue dans le sens d'une augmentation de la rentabilité apparente. Naturellement, cette stratégie est susceptible de profiter à l'ensemble des firmes du secteur. Dans la mesure où une analyse sérieuse suppose de normaliser par l'évolution sectorielle, il faut donc que l'amélioration soit différentielle. Le moyen le plus évident d'y arriver consiste à anticiper l'évolution du secteur.

Dans ce sens, on peut suspecter que les firmes qui se livrent à des acquisitions organisent délibérément l'atrophie de leurs activités en déclin. Cette stratégie permet alors de libérer les fonds nécessaires à l'expansion des activités qu'elles souhaitent développer par l'intermédiaire d'une acquisition non-liée. C'est pourquoi leur cash flows devraient aussi marquer une nette croissance à la suite de son acquisition. De manière générale, l'adoption d'une politique d'acquisition signale aussi la volonté des firmes de participer activement à la reconfiguration du secteur et témoigne de l'existence d'une vision stratégique quant au devenir de l'entreprise. C'est généralement une caractéristique des firmes qui réussissent et l'on peut présumer que les firmes actives sur le terrain des F/A indiquent de cette façon qu'elles ont parfaitement compris les perspectives du secteur. Pour des acquisitions non-liées, on assistera donc à une amélioration relativement rapide de cash flows (par atrophie prématurée/ extraction de la valeur résiduelle) qui sera suivi par leur stagnation compte tenu de l'absence de transformation réelle de l'entreprise.

***Proposition 4.*** *Dans un secteur en déclin, une acquisition non-liée annonce en général une hausse rapide et temporaire de la performance financière post-acquisition de la firme acquéreuse.*

## **Conclusion**

Les opérations de F/A sont souvent complexes et idiosyncratiques. De nombreux facteurs entrent en ligne de compte comme le mode de financement de la F/A, le caractère amical ou hostile de l'opération, le type de diversification externe qu'elle représente, la situation sur le marché du contrôle des firmes, la position concurrentielle de la firme acquéreuse ainsi que ses anticipations sur l'évolution sectorielle et sur sa propre situation dans son secteur, la phase de son secteur, la structure de son secteur... Cependant, malgré cette multiplicité de facteurs, nous montrons au travers de cette étude qualitative qu'un bon nombre de résultats, souvent contradictoires, de recherches antérieures peuvent être intégrés au sein d'un raisonnement qui combine à la fois le type de F/A (liée ou non-liée), la phase sectorielle (croissance ou déclin) et les informations révélées implicitement par la firme acquéreuse sur sa position concurrentielle, sa capacité financière et ses perspectives et objectifs sectoriels. Ces éléments

influencent la performance post-acquisition de la firme acquéreuse. Dans la mesure où une opération de F/A modifie les cash flows futurs de l'entreprise, sa valeur économique va être aussi modifiée. Si les marchés boursiers sont efficaces, toutes ces informations sont intégrées dans le cours de la firme acquéreuse et les perspectives de gain de performance post-acquisition doivent se traduire par une variation différentielle de son cours boursier avant et après acquisition (voir tableau 4).

**Tableau 4** : Synthèse des caractéristiques principales de la firme acquéreuse.

<i>Phase sectorielle</i>	<i>Type d'acquisition</i>	
	<i>Liée</i>	<i>Non-liée</i>
<i>Croissance</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ressources insuffisantes</li> <li>- Position concurrentielle faible (manque de pouvoir sur le marché)</li> <li>- Rentabilité attendue faible</li> <li>- Perspective concurrentielle médiocre (manque d'innovativité)</li> <li>- Performance post-acquisition inférieure</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ressources excédentaires</li> <li>- Position concurrentielle forte (capacité d'expansion)</li> <li>- Rentabilité attendue forte</li> <li>- Perspective concurrentielle bonne</li> <li>- Performance post-acquisition supérieure</li> </ul>
<i>Déclin</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ressources excédentaires</li> <li>- Position concurrentielle forte (maintien)</li> <li>- Rentabilité attendue forte (récolte)</li> <li>- Perspective concurrentielle bonne</li> <li>- Performance post-acquisition progressivement supérieure</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ressources insuffisantes</li> <li>- Position concurrentielle faible (sortie)</li> <li>- Rentabilité attendue forte à court terme</li> <li>- Perspective concurrentielle médiocre</li> <li>- Performance post-acquisition temporairement supérieure</li> </ul>

## Références bibliographiques

- Agrawal, A., J. Jaffe and G. Mandelker (1992), « The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly », *Journal of Finance*, 47, 1605-1622.
- Anand, J. and H. Singh (1997), « Asset Redeployment, Acquisitions and Corporate Strategy in Declining Industries », *Strategic Management Journal (Summer Special Issue)*, 18, 99-118.
- Barney, J. (1986), « Strategic Factor Market: Expectations, Luck and Business Strategy », *Management Science*, 42, 1231-1241.
- Barney, J. (1988), « Returns to Bidding Firms in Mergers and Acquisitions: Reconsidering the Relatedness Hypothesis », *Strategic Management Journal*, 9, 71-78.
- Barney J. (1991), « Firm Resources and Sustained Competitive Advantage », *Journal of Management*, 17, 99-120.
- Barney, J. (1997), *Gaining and Sustaining Competitive Advantage*, Addison-Wesley Publishing Company.
- Bhagat S., A. Shleifer and R. Vishny (1990), « Hostile Takeovers in the '80s: The Return to Corporate Specialization », *Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics*, 1-72.
- Bradley, M., A. Desai and E. H. Kim (1983), « The Rationale Behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy? », *Journal of Financial Economics*, 11, 183-206.
- Bradley, M., A. Desai and E. H. Kim (1988), « Synergistic Gains From Corporate Acquisitions and their Division Between the Stockholders of Target and Acquiring Firm », *Journal of Financial Economics*, 21, 3-40.
- Chandler, A. D. Jr. (1990), « What Are the Functions of the HQ Unit in a Multibusiness Firm? », *Harvard Business School Memo*.
- Chatterjee, S. (1986), « Types of Synergy and Economic Value: The Impact of Acquisitions on Merging and Rival Firms », *Strategic Management Journal*, 7, 119-139.
- Chatterjee S. (1992), « Sources of Value in Takeovers: Synergy or Restructuring—Implications for Target and Bidder Firms », *Strategic Management Journal*, 13, 267-286.

Cho, I. K. and D. Kreps (1987), « Signaling Games and Stable Equilibria », *Quarterly Journal of Economics*, 102, 179-221.

Davis, G. F. and S. K. Stout (1992), « Organization Theory and the Market for Corporate Control: A Dynamic Analysis of the Characteristics of Large Takeover Targets, 1980–1990 », *Administrative Science Quarterly*, 37, 605-633.

Dierickx I. and K. Cool (1989), « Asset Stock Accumulation and Sustainability of Competitive Advantage », *Management Science*, 35, 1504-13.

Easterbrook, F. and G. Jarrell (1984), « Do targets Gain by Defeating Tender Offers? », *New-York University Law Review*, 59, 277-299.

Grant, R.M. (1995), *Contemporary Strategy Analysis*, Blackwell Publishers Inc.

Grossman, S. and O. Hart (1980), « Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation », *Bell Journal of Economics*, 11, 42-64.

Harrigan, K. R. (1988), *Managing Maturing Businesses*, Lexington Books.

Harrigan, K. R. and M. E. Porter (1983), « Endgame Strategies for Declining Industries », *Harvard Business Review*, July-August, 111-120.

Healy, P. M., K. G. Palepu and R. S. Ruback (1992), « Does Corporate Performance Improve After Mergers? », *Journal of Financial Economics*, 31, 135-175.

Herman, E. S. and L. Lowenstein (1988), « The Efficiency Effects of Hostile Takeovers, », in J. C. Coffee Jr., L. Lowenstein, and S. Rose-Ackerman Eds., *Knights, Raiders, and Targets: The Impact of the Hostile Takeover*, New-York : Oxford University Press, 211-240.

Holland, M. (1989), *When the Machine Stopped*, Harvard Business School Press, Boston.

Jarrell, G.A., J.A. Brickley and J.M. Netter (1988), « The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980 », *Journal of Economic Perspectives*, 2, No. 1, 639-660.

Jensen M.C. (1986), « Agency Costs of Free Cash-Flow, Corporate Finance, and Takeovers », *American Economic Review*, 76, 323-329.

Jensen M.C. (1988), « Takeovers: Their Causes and Consequences », *Journal of Economic Perspectives*, Winter, 2, No. 1, 21-48.

Jensen M.C. and R.S. Ruback (1983), « The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence », *Journal of Financial Economics*, 11, 5-50.

Kaplan, S. (1989), « The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value », *Journal of Financial Economics*, 24, 581-618.

Lichtenberg, F. and D. Siegel, « Productivity and Change in Ownership of Manufacturing Plants », *Brooking Papers on Economic Activity: Microeconomics*, 643-673.

Loderer, C. and K. Martin (1992), "Post-Acquisition Performance of Acquiring Firms », *Financial Management*, 21, 69-79.

Lubatkin, M. (1983), « Mergers and the Performance of Acquiring Firms », *Academy of Management Review*, 8, 218-225.

March, J.G. and H.A. Simon (1958), *Organizations*, New York : Wiley.

Markides, C., and P.J. Williamson (1994), « Related Diversification, Core Competences and Corporate Performance », *Strategic Management Journal*, 15, 149-165.

Mueller, D. (1980), *The Determinants and Effects of Mergers: An International Comparison*, New York: Gunn & Hain.

Myers, S. and N. Majluf (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors Do not Have », *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.

Palepu, K. (1985), « Diversification strategy, Profit Performance, and the Entropy Measure », *Strategic Management Journal*, 6, 239-255.

Petaraf, M. (1993), « The Cornerstone of Competitive Advantage: A Resource-Based View », *Strategic Management Journal*, 14, 171-191.

Porter, M. E. (1980), *Competitive Strategy*, New-York : The Free Press.

Porter, M.E. (1987), « From Competitive Advantage to Corporate Strategy », *Harvard Business Review*, May-June, 43-59.

Ravencraft, D. and F. M. Scherer (1987), *Mergers, Selloffs, and Economic Efficiency*, Brookings Institution, Washington D.C.

Rumelt, R. (1974), *Strategy, Structure, and Economic performance*, Division of research, Harvard Business School, Cambridge, Massachusset.

Seth, A., « Sources of Value Creation in Acquisitions: An Empirical Investigation », *Strategic management Journal*, 11, 431-446.

Shleifer, A. and R. W. Vishny (1988), « Value Maximization and the Acquisition Process », *Journal of Economic Perspectives*, 2, 7-20.

Shleifer, A. and R. W. Vishny (1991), « Takeovers in the '60s and the '80s: Evidence and Implications », *Strategic management Journal*, 12, 51-59.

Simonds, P. (1990), « The Combined Diversification Breadth and Mode Dimensions and the Performance of Large Diversified Firms », *Strategic Management Journal*, 11, 399-410.

Walter G. and J. Barney (1990), « Research Notes and Communications: Management Objectives in Mergers and Acquisitions », *Strategic Management Journal*, 11, 79-86.

Williamson, O. (1975), *Markets and Hierarchies*, New-York : Free Press.