

La réaction du marché aux révélations des pratiques anticoncurrentielles : une analyse multivariée

Ariste JERSON

Université Montpellier 1

aristejerson@yahoo.fr

Frédéric Le ROY

Université Montpellier 1 / Groupe Sup de Co Montpellier

Patrick SENTIS

Université Montpellier 1 / Groupe Sup de Co Montpellier

Résumé :

Le début du 21^{ème} siècle est marqué, au niveau européen, par l'application de plus en plus stricte des réglementations de la concurrence. De nombreuses pratiques anticoncurrentielles ont été révélées et sanctionnées par les autorités de la concurrence, avec des sanctions pécuniaires de plus en plus fortes. Ces pratiques anticoncurrentielles relèvent d'une stratégie relationnelle anticoncurrentielle à des fins de stabilisation ou de perturbation du jeu concurrentiel. Dans le contexte actuel où l'on considère la firme comme étant au service des intérêts des actionnaires, l'évaluation des impacts boursiers de toutes décisions stratégiques des firmes, en particulier de leurs stratégies relationnelles, est devenue une nécessité.

Cet article s'intéresse aux impacts des condamnations des firmes pour pratiques anticoncurrentielles sur leur valeur boursière. Les études existantes sur l'impact boursier des poursuites antitrusts se basent principalement sur des données américaines et n'aboutissent pas à un résultat concordant. Pour certaines d'entre elles, il n'y a pas d'impact significatif alors que pour d'autres, l'impact est négatif. Pour enrichir ces résultats, cette recherche se propose de mettre en évidence les rôles que jouent la structure financière et la performance économique des entreprises étudiées ainsi que la gravité de l'infraction dans l'éventuelle variation des cours de bourse, suite à l'annonce des condamnations.

A cette fin, une étude d'événements est effectuée sur 72 cas avérés d'ententes et d'abus de positions dominantes commis par des entreprises cotées sur le marché boursier français et sanctionnés par les autorités de la concurrence entre 1998 et 2007. Les résultats montrent que l'annonce d'une condamnation pour pratiques anticoncurrentielles a un effet significativement négatif sur la rentabilité des titres des entreprises sanctionnées. L'importance de cet impact est expliquée, en partie, par le poids des amendes, par la performance économique et par l'autonomie financière de l'entreprise sanctionnée.

Mots-clés : Pratiques anticoncurrentielles, ententes, abus de position dominante, performance boursière, étude d'événement

La réaction du marché aux révélations des pratiques anticoncurrentielles : une analyse multivariée

INTRODUCTION

La question de l'efficacité de la politique antitrust a suscité de nombreux travaux de recherche, mais reste non résolue (Baker, 2003 ; Crandall et Winston, 2003). Certains auteurs, comme Porter (1983) et Motta (2004), soulignent que l'application de la politique antitrust devrait mettre fin aux comportements illicites des entreprises et faire tendre, par le jeu de la concurrence, les prix vers le bas. D'autres sont convaincus que les entreprises payent les amendes qui leur sont infligées et continuent leurs pratiques illicites sur d'autres marchés (Sproul, 1993). Plusieurs études récentes soulignent l'importance du nombre de récidives en matière de violation du droit de la concurrence (Veljanovski, 2007 ; Stephan, 2008 ; Carree, Günster et Schinkel, 2010).

En même temps, l'évolution de la performance boursière est considérée au même titre que les autres indicateurs de performance. Les dirigeants doivent, en effet, apprécier la perception de leurs décisions par le marché financier.

Les sanctions prononcées par les autorités de la concurrence peuvent ainsi être minimales ou remettre complètement en cause l'existence de l'entreprise. La tendance la plus récente, notamment en Europe, consiste à augmenter de façon de plus en plus significative le montant des amendes. Une condamnation pour violation du droit de la concurrence a ainsi un impact sur les performances, voire sur la survie, de l'entreprise concernée. On peut donc se demander comment les investisseurs intègrent les annonces de condamnation pour pratiques anticoncurrentielles dans leurs choix de portefeuille. Précisément, nous poserons ici les deux questions suivantes. Quel est l'impact de l'annonce d'une condamnation pour pratique anticoncurrentielle sur la valeur de l'action de la firme condamnée ? Le poids des amendes, la performance économique et la structure financière de l'entreprise sanctionnée accentuent-ils ou limitent-ils l'impact de l'annonce de la condamnation sur la valeur de son action ?

Les recherches antérieures sur les effets de l'annonce d'une poursuite pour pratiques anticoncurrentielles sur la valeur boursière des entreprises impliquées, aboutissent à des résultats non concordants. Un certain nombre d'entre elles ne trouvent pas de conséquences significatives (Burns, 1977 ; Binder, 1988 ; Hersch, 1994 ; Thompson et Kaserman, 2001 ; Feinberg et Round, 2005). D'autres études montrent que l'annonce d'une condamnation pour pratique anticoncurrentielle d'une entreprise a un impact négatif sur sa valeur boursière (Garbade *et al.*, 1982 ; Gilligan, 1986 ; Cloninger *et al.*, 1987 ; Skantz *et al.* 1990 ; Bosch et Eckard, 1991 ; Mullin *et al.*, 1995 ; Bittlingmayer et Hazlett, 2000 ; DeVany et McMillan, 2004).

Pour enrichir ces résultats qui sont, pour la plupart, obtenus sur le marché américain, cette étude se propose de déterminer, dans un premier temps, l'impact boursier des annonces des condamnations pour pratiques anticoncurrentielles. Puis, dans un second temps, elle cherche à mettre en évidence les rôles que jouent le poids de l'amende, la performance économique et la structure financière des entreprises étudiées, dans l'éventuelle variation des cours de bourse, suite à la condamnation pour pratique anticoncurrentielle. Il est supposé que le poids de l'amende prononcée affecte négativement la performance boursière de l'entreprise sanctionnée contrairement à sa performance économique et sa politique financière en matière d'endettement.

Pour tester ces hypothèses, une étude d'événement est effectuée sur un échantillon de 72 cas avérés de pratiques anticoncurrentielles commises par des entreprises cotées sur le marché boursier français, pendant la période 1998-2007. Les résultats mettent en évidence une réaction négative du marché boursier à l'annonce d'une condamnation pour pratiques anticoncurrentielles et une influence significative du poids de l'amende, de la performance économique et du poids de l'endettement des entreprises sanctionnées.

1. LA REVUE DE LA LITTÉRATURE ET LES HYPOTHESES DE RECHERCHE

1.1. La revue de la littérature

Plusieurs recherches ont étudié l'impact des poursuites antitrusts (monopolisation et *price fixing*) sur les performances boursières des entreprises impliquées. Ellert (1975) est un des premiers chercheurs à apporter des éléments de réponse empirique à cette problématique. En se basant sur un échantillon de 566 firmes accusées d'ententes horizontales sur la période de 1935 à 1971, Ellert a trouvé des rentabilités anormales moyennes significativement négatives pendant le mois de l'accusation. D'autres études ultérieures (Gilligan, 1986; Cloninger *et al.* 1987; Skantz *et al.* 1990 ; Bosch et Eckard, 1991) ont également trouvé que l'annonce d'une poursuite pour *price fixing* fait chuter les cours de bourse des entreprises accusées. Cette baisse de la rentabilité des actions a été expliquée par le *lost monopoly profits* (Ellert, 1975 ; Strachan *et al.* 1983 ; Cloninger *et al.*, 1987 ; Skantz *et al.* 1990), les *expected legal costs* et d'autres *negative market signal effects* (Bosch et Eckard, 1991, Karpoff et Lott, 1993).

En matière de tentative de monopolisation, plusieurs recherches empiriques ont également montré que l'annonce d'une poursuite antitrust fait baisser le cours de bourse des entreprises impliquées. Selon Garbade *et al.* (1982), plus la proportion des ventes réalisées dans le marché affecté est élevée, plus la baisse de valeur des cours causée par les poursuites antitrust est forte. Mullin *et al.* (1995) ont examiné les impacts boursiers de la poursuite antitrust contre *US Steel*. Ils ont constaté que *US Steel* dispose d'un pouvoir de marché lui permettant de maintenir les prix plus élevés que les prix de la concurrence. Par ailleurs, les valeurs boursières de *US Steel* et de ses concurrents varient dans le même sens : elles baissent (augmentent) à l'annonce des événements de nature défavorable (favorables). Bittlingmayer et Hazlett (2000) ont retrouvé les mêmes résultats que Mullin *et al.* (1995) dans l'industrie informatique. Ils ont montré que l'annonce du renforcement ou du relâchement des actions antitrusts contre Microsoft implique des variations dans le même sens (baisse ou hausse) de la valeur boursière de Microsoft et de celle des firmes de l'industrie informatique. DeVany et McMillan (2004) ont étudié une série d'actions du *Department Of Justice (DOJ)*, de 1938 à 1949, contre les plus grands studios de cinéma américain. Ils constatent que la décision du DOJ, obligeant ces studios intégrés verticalement à se séparer de leur salle de cinéma, s'est

traduite par une chute des cours de 5% à 12% de leur valeur dans les deux jours suivant la décision.

Dans une étude plus globale sur les effets boursiers des accusations d'entreprises pour actes illégaux, y compris pour violation de la loi antitrust, Reichert *et al.* (1996) ont également trouvé une rentabilité anormale significativement négative et constatent que l'annonce d'accusation des grandes entreprises a un impact proportionnellement plus faible sur les rentabilités anormales. Cette faible conséquence peut être due à leur meilleure capitalisation ou leur bonne position sur le marché.

On identifie dans les recherches existantes un certain nombre de travaux (Binder, 1988 ; Hersh, 1994 ; Feinberg et Round, 2005) mettant en évidence une réaction plus nuancée, voire une absence de réaction du marché aux révélations des pratiques anticoncurrentielles. En étudiant les impacts des décisions de la Cour Suprême des Etats-Unis ordonnant la dissolution de *Standard Oil*, de *American Tobacco* et de *American Snuff*, Burns (1977) trouve que l'annonce des plaintes contre ces firmes a fait diminuer de 9% à 16% leurs valeurs boursières. Toutefois, ces effets sont compensés par une augmentation de ces valeurs suite à l'annonce de la nouvelle organisation de l'industrie. La conclusion de Burns est que l'action des autorités de la concurrence n'a pas de véritables effets sur l'industrie parce que la hausse des cours à l'annonce du plan de restructuration est plus importante que la baisse faisant suite à l'annonce des plaintes. En prolongeant les travaux de Bosch et Eckard (1991), Thompson et Kaserman (2001) ont trouvé que la baisse des cours de bourse, suite aux révélations d'entente sur les prix, n'est constatée que sur le très court terme et que les cours de bourse des entreprises sanctionnées retrouvent leur niveau initial à peine trois semaines plus tard.

Dans une des rares recherches en matière de conséquences boursières des poursuites antitrusts réalisées hors des Etats-Unis, Feinberg et Round (2005) ont étudié la réaction du marché à l'application de la loi antitrust australienne concernant les ententes sur le prix. Leur étude s'est basée sur l'ensemble des cas d'ententes traités par l'autorité australienne de la concurrence entre 1992 et 2001. Ils ont retenu uniquement les sociétés cotées à l'*Australian Stock Exchange* (ASX). Leur résultat montre que les investigations menées par les autorités de la concurrence contre les ententes sur les prix semblent être minimisées par les investisseurs, à cause notamment du faible montant des amendes et de la médiatisation réduite des enquêtes conduites par les autorités de la concurrence contre les ententes.

Hersch (1994) a également souligné que les poursuites antitrusts peuvent ne pas avoir de conséquences significatives sur les valeurs boursières. Dans ses recherches, il s'intéresse aux impacts des investigations en matière de « prix de revente imposé » sur la valeur boursière des firmes. Plus précisément, Hersch (1994) étudie l'impact de la décision *Schwegmann*, prise par la Cour Suprême des Etats-Unis en 1951, contre les fabricants et les distributeurs impliqués dans des pratiques de fixation artificielle de prix. Il ne trouve pas d'effet significatif de cette décision. A l'exception des grands magasins (*department stores*) et des fabricants de produits électroniques (*consumers electronics firms*) qui ont affiché des rentabilités positives le quatrième et le cinquième jour après la décision, aucun impact significatif sur le cours des actions n'a pu être relevé pour le reste de l'échantillon sur les cinq jours suivant la décision. Hersch en conclut que la décision *Schwegmann* n'a pas de conséquence significative sur les valeurs boursières.

Davidson *et al.* (1994) trouvent un résultat encore plus surprenant. Dans leur sous-échantillon concernant l'annonce des ententes, ils ont constaté une réaction significativement positive du marché, contrairement aux autres types de pratiques illicites qu'ils ont étudiées. Davidson *et al.* (1994) n'ont pas de vraies explications pour cette surprenante réaction du marché aux annonces des ententes sur les prix et pensent que « les ententes sur les prix sont tellement rentables que certains actionnaires les considèrent comme souhaitables, même si l'entreprise se fait prendre » (p. 983).

En résumé, les recherches empiriques sur l'impact des condamnations des pratiques anticoncurrentielles de l'entreprise sur sa valeur boursière aboutissent à des résultats non concordants. Certaines recherches ne trouvent pas d'impact significatif (Burns, 1977 ; Binder, 1988 ; Hersch, 1994 ; Thompson et Kaserman, 2001 ; Feinberg et Round, 2005). D'autres travaux montrent que l'annonce d'une poursuite pour pratique anticoncurrentielle a un impact négatif sur la valeur boursière de l'entreprise impliquée (Garbade *et al.*, 1982 ; Gilligan, 1986 ; Cloninger *et al.*, 1987 ; Skantz *et al.*, 1990 ; Bosch et Eckard, 1991 ; Mullin *et al.*, 1995 ; Bittlingmayer et Hazlett, 2000 ; DeVany et McMillan, 2004). Du point de vue théorique, quel devrait être les conséquences de l'annonce d'une poursuite antitrust sur la valeur boursière d'une entreprise ?

1.2. Le fondement théorique et les hypothèses de la recherche

La théorie de la concurrence imparfaite permet de comprendre l'intérêt d'une situation de monopole et de collusion. Elle montre que la monopolisation et toutes les autres formes de coordination de comportement sont recherchées par les entreprises parce qu'elles permettent de réaliser des profits supérieurs à ceux obtenus en situation de compétition (Tirole, 1989). En se soustrayant au jeu concurrentiel, les entreprises créent artificiellement une position de monopole collectif, ce qui leur permet d'évacuer les pressions de la concurrence, d'avoir des prix supérieurs aux prix de marché et, donc, des profits également supérieurs. Que ce soit pour la monopolisation ou pour l'entente, la théorie économique affirme donc que les profits des entreprises qui se trouvent dans une de ces situations, sont anormalement élevés par rapport ceux d'une situation de concurrence (Levenstein et Suslow, 2006). Ces profits anormaux devraient se refléter dans le cours de bourse (Burns, 1983 ; Cloninger 1985). Les valeurs boursières des entreprises en situation de monopole ou dans une situation d'entente devraient être supérieures à leurs valeurs boursières si elles étaient dans un environnement concurrentiel. Si on suppose que les entreprises adoptent des comportements anticoncurrentiels pour améliorer leurs performances économiques, ces derniers améliorent la richesse des actionnaires aussi longtemps que les pratiques en question ne sont pas détectées par les autorités compétentes. Lorsque les pratiques illégales sont découvertes, leurs auteurs doivent faire face à un certain nombre de coûts directs et indirects (Strachan *et al.*, 1983 ; Bosch et Eckard, 1991 ; Karpoff et Lott, 1993 ; Reichert *et al.*, 1996 ;).

En effet, une condamnation pour monopolisation ou pour entente devrait se traduire, *a priori*, par la fin de ces comportements anticoncurrentiels et, donc, par une disparition des surprofits. Sous l'hypothèse de l'efficacité des marchés financiers (Fama, 1970) et selon la théorie financière, la valeur d'un actif correspond à la valeur actuelle des flux de revenus générés par sa détention. Une baisse des revenus futurs devrait à son tour se traduire par des rendements boursiers anormaux négatifs (Burns, 1983 ; Lean *et al.*, 1985 ; Skantz *et al.*, 1990) . Les investisseurs devraient réajuster leurs choix de portefeuille en revoyant à la baisse la valeur future de l'entreprise.

Selon le courant dominant de la théorie financière, l'objectif principal de la firme est de maximiser la richesse de ses actionnaires. Une lecture, selon la théorie de l'agence, permet de comprendre un conflit potentiel d'intérêts entre les managers et les actionnaires. Cloninger

(1985) considère que les pratiques illégales sont motivées par des objectifs de maximisation des valeurs pour les actionnaires. D'après Cloninger (1985) et Cloninger & Waller (2000), une entreprise est amenée à commettre des actes illégaux pour réduire les risques opérationnels et accroître la rentabilité des investissements. L'illégalité constitue un moyen de réduire les incertitudes, mais elle augmente en même temps le risque systématique. Adopter un comportement anticoncurrentiel fait donc supporter aux actionnaires des risques supplémentaires. Sa révélation publique fait apparaître le risque systématique et réduit les cash-flows à venir (Reichert *et al.*, 1996) (problème d'agence). La résolution de ce problème d'agence par les mécanismes de marché (Jensen, 1998) devrait faire chuter le cours de l'action de l'entreprise concernée. Cette chute de cours de l'action implique ensuite une baisse de la richesse des actionnaires, mesurée par des rentabilités négatives. Nous poserons donc l'hypothèse suivante.

Hypothèse H1 : L'annonce d'une condamnation pour pratiques anticoncurrentielles a un impact négatif sur la rentabilité des titres de l'entreprise condamnée.

Pour mieux comprendre l'impact des sanctions antitrust sur la valeur boursière des entreprises poursuivies, il convient de se demander s'il existe des facteurs qui peuvent le minorer ou l'aggraver. Le montant de l'amende semble être un élément déterminant. En effet, plus les investisseurs anticipent une baisse des profits futurs, plus la valeur boursière de l'entreprise est concernée. Or, le montant de l'amende va directement affecter les revenus futurs de l'entreprise. Il représente à la fois une charge à payer et la gravité de l'infraction. Le montant de l'amende est, en conséquence, un indicateur de l'importance des surprofits réalisés par l'entreprise. Plus l'amende est élevée, plus elle diminuera les revenus futurs, et plus les surprofits ont été *a priori* élevés, plus leur disparition devrait avoir un impact négatif sur les cours.

Un deuxième élément important devrait avoir un effet sur l'impact d'une condamnation : il s'agit de la taille de l'entreprise condamnée. L'hypothèse 1 est fondée sur l'idée que les investisseurs anticipent un changement de comportement des entreprises lorsqu'une sanction est prononcée à leur encontre. Or, elles peuvent faire appel de la décision et s'engager dans une procédure qui prend du temps (plusieurs années), en espérant soit une victoire devant les tribunaux, soit une lassitude de la justice. Si les investisseurs anticipent cette propension de la firme sanctionnée à ne pas changer ses comportements considérés comme anticoncurrentiels,

ils n'anticiperont pas de baisse des surprofits. L'impact des décisions de l'autorité de la concurrence sur le cours boursier devrait donc être faible. La taille de l'entreprise sanctionnée est un élément déterminant de cette anticipation. Elle est comprise comme le principal indicateur des ressources permettant à l'entreprise d'amortir l'impact des amendes ou de s'engager dans des poursuites judiciaires. Plus une entreprise est de grande taille, plus elle peut allouer des ressources financières importantes à sa défense sur le long terme.

Comme les entreprises de petite taille et de grande taille n'ont pas les mêmes capacités à faire face à un montant donné d'une amende, nous poserons l'hypothèse en fonction du poids des sanctions mesuré par le montant relatif des amendes par rapport à la taille des entreprises pénalisées.

Hypothèse H2 : Plus le poids des sanctions est lourd, plus l'annonce d'une condamnation pour pratiques anticoncurrentielles a un impact négatif sur la rentabilité des titres.

L'hypothèse d'une chute de la rentabilité du titre de l'entreprise sanctionnée pour pratiques anticoncurrentielles telle qu'elle est formulée dans l'hypothèse H1, se fonde en partie sur une anticipation de la disparition du surprofit et, donc, sur une baisse de revenus futurs pour les actionnaires. Tout élément indiquant une perspective de baisse (hausse) de profits aggrave (mineure) la chute des cours de bourse. Dans un contexte d'asymétrie d'information, la performance de l'entreprise est perçue comme un indicateur de la façon dont elle est gérée. Plusieurs études (Staw *et al.*, 1983 ; Salancik et Meindl, 1984 ; McGuire *et al.*, 1990) montrent que la qualité du management des firmes s'apprécie par leurs performances financières. Nombre d'études empiriques portant sur la mesure de la performance des entreprises placent les actionnaires au centre de l'analyse et supposent que la valeur boursière représente fidèlement la valeur créée par l'entreprise.

Lorsque l'objectif consiste à évaluer la performance réalisée sur une période donnée, on peut se référer aux mesures traditionnelles *ex post*. Ainsi, les performances économiques passées, estimées par les indicateurs classiques de rentabilité, sont considérées comme facteurs pouvant influencer l'impact boursier des condamnations pour pratiques anticoncurrentielles. Les résultats de Garbade *et al.* (1982) montrent que les firmes économiquement et financièrement rentables supportent mieux les conséquences boursières de l'annonce de leur poursuite pour violation de la loi antitrust. Nous supposons donc que, suite à la condamnation

pour pratique anticoncurrentielle, la baisse de la rentabilité des actions des entreprises est moins importante si elles avaient réalisé de bonnes performances financières.

Hypothèse H3 : Plus l'entreprise sanctionnée est économiquement performante, moins l'annonce de sa condamnation pour pratiques anticoncurrentielles impacte négativement la rentabilité de son action.

La séparation de la fonction de propriété et de gestion, caractéristique fondamentale des firmes managériales, crée des problèmes d'agence à cause, notamment, de l'asymétrie d'information et des conflits d'intérêts (réels ou potentiels) entre les actionnaires et les dirigeants. Parmi les mécanismes de résolution de ces problèmes d'agence, la théorie du signal joue un rôle fondamental. Cette théorie se fonde sur l'hypothèse selon laquelle, pour une même entreprise, les dirigeants disposent d'une meilleure information que les actionnaires. Les dirigeants sont donc les mieux placés pour évaluer et prévoir les flux à venir de l'entreprise. Au-delà de leurs fonctions primaires, les trois volets de la politique financière de l'entreprise (financement, investissement et dividendes) sont habituellement considérés comme des signaux émis par les dirigeants. Selon la théorie du signal, le choix de la structure financière n'est pas neutre. Les décisions financières sont utilisées comme mécanisme de signalisation de la qualité de l'entreprise dans un contexte d'asymétrie d'information (Ross 1977) et réduisent, de ce fait, les coûts d'agence.

Lorsque les dirigeants recourent à des financements externes par endettement pour financer un investissement, ils signalent aux investisseurs qu'ils pourront honorer leur engagement vis-à-vis du projet et acceptent de se soumettre aux contrôles et surveillances des créanciers. L'endettement est, en effet, un signal fort sur le rendement anticipé et sur le risque. D'après le modèle de Ross (1977), le niveau d'endettement distingue efficacement les firmes selon la qualité de leurs projets d'investissement. Les firmes les plus rentables devraient se caractériser par un endettement plus élevé. Un fort niveau de dettes signifie que les revenus à venir sont certains et importants et, donc, que la firme est de bonne qualité.

Dans la même lignée, la théorie de l'agence postule que l'endettement est un des modes de résolution des conflits d'agence entre les actionnaires et les dirigeants. En présence de fonds discrétionnaires substantiels (*free cash flow*), les dirigeants sont amenés à investir dans des activités qui ne sont pas nécessairement les plus rentables pour les actionnaires. Selon Jensen et Meckling (1976) et Jensen (1986), l'émission de dette contraint les dirigeants à mieux

utiliser les fonds en leur disposition et les oblige à faire face à des échéances de remboursement du capital et du service de la dette. Harris et Raviv (1991) considèrent qu'un niveau d'endettement élevé permet d'aligner les intérêts des dirigeants et ceux des actionnaires. Ainsi, le niveau d'endettement influence l'ampleur de l'impact boursier de l'annonce d'une condamnation pour pratiques anticoncurrentielles. Il est possible alors de poser l'hypothèse suivante :

Hypothèse H4 : Plus l'entreprise sanctionnée est endettée, moins l'annonce de sa condamnation pour pratiques anticoncurrentielles impacte négativement la rentabilité de son action.

2. LA METHODE DE RECHERCHE

2.1. L'échantillon et les données utilisées

Cette recherche porte sur un échantillon de 72 événements¹ issus de cas avérés de pratiques anticoncurrentielles, publiés et sanctionnés par les autorités française et européenne de la concurrence pendant la période 1998-2007. Les pratiques anticoncurrentielles sont définies en référence aux pratiques interdites au titre de l'article L420-1 et L420-2 du Code de commerce, ainsi que des articles 101 et 102 du Traité sur le fonctionnement de l'union européenne (anciennement Articles 81 et 82 du Traité de la CE). Il s'agit des ententes et des abus de position dominante.

L'échantillon est obtenu par recensement de toutes les décisions des autorités française et européenne de la concurrence au cours de la période 1998-2007. Seules les sociétés cotées (ou filiale à 100% d'une société cotée) sur le marché français à la date de publication de la décision et dont les données boursières sont disponibles sur la totalité de la période d'estimation des paramètres du modèle générateur des rentabilités anormales, sont retenues dans l'échantillon. Pour les filiales, nous avons intégré dans l'échantillon leur société mère. L'échantillon final est constitué de 11 cas d'abus de position dominante et de 61 cas d'ententes impliquant 44 entreprises cotées.

Les informations boursières ont été extraites de la base de données Thomson Datastream. Comme toutes les sociétés étudiées sont cotées sur le marché français, l'indice SBF250 a été

¹ Un événement correspond à une annonce de condamnation d'une entreprise pour pratique anticoncurrentielle.

retenu comme indice général du marché. Nous avons collecté le cours de clôture quotidien ajusté pour chaque société de l'échantillon et le cours de clôture de l'indice SBF250.

Pour chaque événement, plusieurs dates d'annonces sont identifiées : la date officielle à laquelle la décision a été prise, la date du communiqué de presse émanant des autorités de la concurrence et la date d'annonce dans la presse. Les dates d'annonce presse ont été repérées dans les quotidiens économiques (AFP économiques, Les échos, La tribune, ...) et d'informations générales (Le Monde, Le Figaro, ...) disponibles sur le site d'archives de presse « Factiva ». La date retenue pour l'étude d'événement est la première date d'annonce publique des pratiques anticoncurrentielles. Si un article de presse a publié l'information avant la date d'annonce officielle, c'est la date de parution de l'article qui a été prise comme date de référence. Sinon, nous avons retenu la date officielle de la décision.

Tableau 1. Statistiques descriptives

(En millions d'euros)	Moyenne	Médiane	Minimum	Maximum	Ecart-type
Amende	25,048	6,660	0,000	249,600	46,884
Chiffre d'affaires*	25.028	14.533	627	122.618	26.736
Capitalisations boursières*	20.742	13.467	123	123.260	24.489

*Valeurs correspondant à la fin du dernier exercice avant l'événement.

2.2. Le traitement des données

Le traitement des données s'est fait en deux temps. Dans un premier temps, nous avons procédé à des études d'événements pour apprécier les effets des annonces de condamnations pour pratiques anticoncurrentielles sur la valeur boursière des entreprises impliquées. Dans un second temps, nous avons réalisé des analyses explicatives multivariées des rentabilités anormales moyennes cumulées pour mesurer l'influence des différentes variables explicatives sur les rentabilités anormales mises en évidence.

Depuis les travaux pionniers de Ball et Brown (1968) et de Fama et *al.* (1969), la méthode d'étude d'événements a obtenu ses lettres de noblesse dans les domaines de la finance, de la stratégie, des ressources humaines et, récemment, en marketing. Elle s'appuie sur l'idée selon

laquelle les marchés financiers réagissent immédiatement à de nouvelles informations susceptibles d'affecter la profitabilité future de l'entreprise.

Cette méthode met en évidence l'impact de l'événement étudié sur les cours d'une action sur une période donnée, en comparant sa rentabilité effectivement constatée avec la rentabilité qui aurait été observée sur cette période si l'événement n'était pas survenu. L'écart calculé, qualifié de rentabilité anormale (RA_{it}), est interprété comme la mesure de l'impact de l'événement sur le cours de l'action durant la période. Les rentabilités anormales des différentes actions, agrégées sous la forme de rentabilités anormales moyennes correspondant à une date précise (RAM_t) et cumulées sur toute la période supposée d'impact de l'événement sur les cours ($RAMC(T_1, T_2)$), ont fait l'objet de tests statistiques destinés à juger de la pertinence de la relation entre les annonces des sanctions et la valeur boursière des entreprises analysées.

La rentabilité normale ou la rentabilité espérée du titre i à la date t en l'absence de l'événement - $E(R_{it})$ - est mesurée à l'aide du modèle de marché dont les paramètres sont estimés sur une période de 200 jours entre le 210^{ème} et le 11^{ème} jour avant la fenêtre d'événement.

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{Mt} + \varepsilon_{i,t}$$

La rentabilité anormale RA_{it} pour chaque titre i à la date t s'exprime ainsi :

$$RA_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

$$RA_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{Mt})$$

avec :

RA_{it} : est la rentabilité anormale du titre i à la date t ;

R_{it} : est la rentabilité du titre i observée le jour t .

$\hat{\alpha}_i$ et $\hat{\beta}_i$ sont les paramètres de la droite de régression représentative du modèle de marché pour le titre i .

R_{Mt} : est le logarithme népérien de la rentabilité de l'indice SBF250 le jour t .

L'analyse de l'impact de l'événement est effectuée sur une période dite fenêtre d'événement, comprenant les cinq jours précédant (ce qui permet de tenir compte des éventuelles anticipations du marché financier) et les cinq jours suivant la date de l'événement (ce qui permet de tenir compte des éventuelles corrections du marché). La fenêtre d'événement se compose ainsi de 11 jours et s'étend de - 5 jours à + 5 jours autour de la date d'annonce. La moyenne des rentabilités anormales pour l'échantillon total, RAM_t , est calculée à chaque jour de la période d'événement :

$$RAM_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N RA_i$$

avec t : le jour de négociation de la période d'événement et N : la taille de l'échantillon.

La moyenne des rentabilités anormales permet de déterminer l'impact de l'événement étudié sur un jour donné. Le cumul $RAMC(T_1, T_2)$ des rentabilités anormales moyennes entre les dates T_1 et T_2 , se calcule ainsi :

$$RAMC(T_1, T_2) = \frac{1}{N} \sum_{t=T_1}^{T_2} \sum_{i=1}^N RA_{it}$$

L'analyse de ce cumul ($RAMC(T_1, T_2)$) sur différentes fenêtres autour de la date d'annonce est effectuée pour couvrir la dimension polymorphe de l'événement. La significativité statistique des rentabilités anormales moyennes et des rentabilités anormales moyennes cumulées est ensuite testée systématiquement.

Pour mesurer la significativité des résultats, deux tests statistiques sont utilisés. Le test en coupe transversale standardisé proposé par Boehmer, Musumeci et Poulsen (1991) et le test des rangs de Corrado (1989). Le test paramétrique de Boehmer et al (1991) est un test très robuste et permet de tenir compte d'un éventuel accroissement de la variance des rentabilités anormales le jour de l'événement. Le test non paramétrique de Corrado permet de s'affranchir de l'hypothèse de symétrie de la distribution des rentabilités anormales et donne de meilleurs résultats dans le cas des tests de significativité des rentabilités anormales quotidiennes (Campbell et Wasley, 1993). L'hypothèse nulle pour chacun de ces tests correspond à l'absence de rentabilités anormales (autrement dit, les RAM_t et les $RAMC(T_1, T_2)$ sont nulles). Le test de Boehmer nécessite une standardisation des rentabilités anormales. Les rentabilités anormales standardisées (RAS_{it}) sont calculées de la façon suivante :

$$RAS_{it} = \frac{RA_{it}}{s_i \sqrt{1 + \frac{1}{T_i} + \frac{(R_{Mt} - \bar{R}_M)^2}{\sum_{t=1}^{T_i} (R_{Mt} - \bar{R}_M)^2}}}$$

avec :

RAS_{it} : la rentabilité anormale standardisée du titre i à la date t de la fenêtre d'événement ;

RA_{it} : la rentabilité anormale du titre i à la date t de la fenêtre d'événement ;

N : le nombre de titres dans l'échantillon ;

T_i : le nombre de jours composant la période d'estimation du titre i ;

R_{Mt} : la rentabilité de l'indice du marché (SBF250) pour le jour t ;

\bar{R}_M : la rentabilité moyenne de l'indice SBF250 sur la période d'estimation ;

s_i : l'écart type estimé des rentabilités anormales du titre i sur la période d'estimation.

Une analyse multivariée a ensuite été réalisée pour mettre en évidence l'impact simultané des variables étudiées sur les rentabilités anormales cumulées. La variable dépendante est donc la rentabilité anormale moyenne cumulée sur la fenêtre d'événement. Les variables indépendantes retenues sont les variables représentatives de :

- la gravité de l'infraction, mesurée par le rapport du montant des amendes au montant du chiffre d'affaires du dernier exercice (AMCA) ;

- la performance économique de l'entreprise sanctionnée, estimée par le taux de rentabilité économique des capitaux investis (ROIC) ;

- la politique financière en matière d'endettement, évaluée par le ratio d'endettement correspondant au rapport entre la dette totale et les capitaux propres (DTCP), calculé à la fin du dernier exercice.

Le modèle peut être finalement représenté de la manière suivante :

$$RAMC(T_1, T_2) = a_0 + a_1 AMCA + a_2 ROIC + a_3 DTCP + \varepsilon_i$$

Les paramètres a_i du modèle sont estimés par la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO). ε_i représente les termes d'erreur entre les vraies valeurs de la variable dépendante et les valeurs restituées par le modèle.

Tableau 2. Modèle de régression utilisé

Variable dépendante ($RAMC(T_1, T_2)$)	Variables indépendantes	Coefficients a_i	Signe attendu du coefficient a_i	Hypothèse correspondante
IMPACT	Gravité de l'infraction ($AMCA$)	a_1	-	H2
	Performance économique ($ROIC$)	a_2	+	H3
	Poids de la dette ($DTCP$)	a_3	+	H4

3. LES RESULTATS

3.1. Le résultat des études d'événement

Le résultat des études d'événement montre une rentabilité anormale moyenne (RAM) négative de - 0,478%, significative à 1% le jour d'annonce et significative à 10% le lendemain. Le test des rentabilités anormales moyennes cumulées (RAMC) observées autour de la date d'événement et notamment sur les cinq jours suivant cette date confirme l'impact significativement négatif de l'annonce de l'événement étudié sur la rentabilité des titres. Ces RAMC s'élèvent jusqu'à - 1,368% au 3^{ème} jour après la date d'annonce. Le résultat des tests présentés dans le tableau 3 confirme notre première hypothèse H1 selon laquelle l'annonce d'une condamnation des pratiques anticoncurrentielles des entreprises impacte négativement la rentabilité de leurs actions ; autrement dit, elle implique une baisse de la rentabilité de leurs actions.

Tableau 3. Test des RAM et des RAMC

Jour	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
RAM (%)	-0,172	-0,087	-0,046	-0,342	-0,025	-0,478	-0,479	-0,109	-0,302	0,189	0,170
<i>t</i> -Boehmer	-0,838	0,611	0,250	1,533	0,438	-2,744^a	-1,441^c	-1,077	-1,267	0,479	-0,781
<i>t</i> -Corrado	-0,070	1,238	-0,218	1,498	0,323	-2,516^a	-1,316^c	-1,246	-1,318^c	0,681	0,861

Fenêtres	[-5, +5]	[-4, +4]	[-3, +3]	[-2, +2]	[-1, +1]	[0, +1]	[0, +2]	[0, +3]	[0, +4]	[0, +5]
RAMC (%)	-0,732	-0,729	-1,006	-0,749	-0,982	-0,957	-1,066	-1,368	-1,179	-1,009
<i>t</i> -Boehmer	-1,013	-1,108	-1,452^c	-1,234	-1,892^b	-2,757^a	-2,700^a	-3,106^a	-2,937^a	-2,414^a
<i>t</i> -Corrado	-0,684	-1,088	-1,868^b	-1,413^c	-1,887^b	-2,692^a	-2,685^a	-3,031^a	-2,738^a	-2,127^b

^a : p < 0,01

^b : p < 0,05

^c : p < 0,1

3.2. La régression

Dans les recherches dont les dates d'événements sont très précises, il est d'usage de retenir comme variable dépendante la RAMC la plus significative sur la période la plus étroite autour de la date d'événement. Ainsi, nous avons testé notre modèle en retenant comme variable dépendante la RAMC calculée sur les périodes [0,+1], [0,+2] et [0,+3].

Les indicateurs de la qualité globale des régressions (R^2 ajusté > 26 % ; F de Fisher significatifs au seuil de 1% ; autocorrélation des résidus faible et non significative) indiquent que les variables indépendantes retenues ont un pouvoir explicatif non nul sur la variable dépendante. L'impact boursier des condamnations pour pratiques anticoncurrentielles des entreprises dépend en partie du poids des amendes, de leur performance économique et de leur endettement.

Tableau 4. Résultat de l'analyse multivariée des RAMC (T_1, T_2)

Variables indépendantes	Signe attendu	Modèle 1		Modèle 2		Modèle 3	
		Variables dépendantes : RAMC (T_1, T_2)					
		RAMC (0,+1)		RAMC (0,+2)		RAMC (0,+3)	
		Coef.	<i>t</i>	Coef.	<i>t</i>	Coef.	<i>t</i>
Constante		0,002	0,398	- 0,003	- 0,613	- 0,008	-1,278
AMCA	-	- 0,013 ^a	- 4,945	- 0,017 ^a	- 4,962	- 0,015 ^a	-3,630
ROIC	+	0,000	- 0,327	0,001	1,598	0,001 ^c	1,752
DTCP	+	- 1,34E-5 ^c	- 1,704	- 2,16E-5 ^b	- 2,184	- 3,25E-5 ^a	-2,721
Nb. Obs.		68		68		68	
R ²		29,7%		36,1%		29,6%	
R ² ajusté		26,5%		33,2%		26,3%	
F Fisher		9,03 ^a		12,07 ^a		8,96 ^a	

^a : *t* significatif au seuil de 1% ^b : *t* significatif au seuil de 5% ^c : *t* significatif au seuil de 10%

Les coefficients de la variable AMCA mesurant le poids de l'amende sont significativement négatifs au seuil de 1% pour tous les modèles testés. Ce résultat signifie qu'il existe une corrélation négative entre l'impact de l'annonce de la décision de l'autorité de la concurrence, mesuré par les rentabilités anormales cumulées, et le poids de l'amende. En se référant au modèle 3 (cf. Tableau 4), une augmentation d'une unité de AMCA implique une baisse de

1,5% de la RAMC (0,+3). Plus le poids des amendes, mesuré par le rapport entre son montant et la taille de l'entreprise sanctionnée, est élevé, plus l'impact de l'annonce de la condamnation sur la rentabilité des titres de l'entreprise sanctionnée est négatif. Le poids de l'amende agit donc négativement sur l'effet boursier de la condamnation pour pratiques anticoncurrentielles. Ces résultats corroborent l'hypothèse H2.

L'influence de la variable performance économique de l'entreprise pénalisée, mesurée par la rentabilité économique des capitaux investis (*ROIC*) n'est significative que pour le modèle 3 où la variable dépendante est la RAMC observée entre la date d'annonce et le 3^{ème} jour. Dans ce modèle, le signe du coefficient associé à la variable *ROIC* est conforme à notre attente et confirme l'hypothèse H3. La performance économique atténue l'impact boursier de l'annonce de la condamnation pour pratiques anticoncurrentielles.

Contrairement à ce qui est attendu, les coefficients de la variable ratio d'endettement (*DTCP*) sont significatifs et négatifs pour les trois modèles testés. L'influence de cette variable sur les rentabilités anormales cumulées est donc significativement négative. En nous appuyant sur la théorie de l'agence et sur la théorie du signal, nous avons supposé, dans l'hypothèse H4, que l'impact boursier de l'annonce de la condamnation pour pratiques anticoncurrentielles serait moins important pour les entreprises à taux d'endettement élevé. Cette hypothèse est infirmée par nos résultats empiriques. Plus le ratio dette totale / capitaux propres de l'entreprise sanctionnée est élevé, plus l'annonce de sa condamnation pour pratiques anticoncurrentielles affecte négativement la rentabilité de son action.

4. LA DISCUSSION

Le résultat de cette recherche montre que l'annonce de condamnations pour pratiques anticoncurrentielles fait chuter la valeur boursière des entreprises sanctionnées. Il est conforme aux nombreuses études empiriques antérieures sur les impacts boursiers des annonces d'actes illégaux des entreprises (Strachan *et al.*, 1983 ; Davidson et Worrell, 1988 ; Karpoff et Lott, 1993 ; Long et Rao, 1995 ; Reichert *et al.*, 1996 ; Gunthorpe, 1997). A ce titre, les pratiques anticoncurrentielles ne font pas exception. Leurs révélations publiques suscitent, comme les autres comportements illicites ou non éthiques, une réaction négative du marché. La plupart des recherches antérieures, plus spécifiques, portant sur les impacts boursiers des poursuites antitrusts, a également trouvé des résultats semblables au nôtre. En

effet, les conclusions des travaux de Ellert (1975), Garbade *et al.* (1982), Gilligan (1986), Cloninger *et al.* (1987), Skantz *et al.* (1990), Bosch et Eckard (1991), Mullin *et al.* (1995) et De Vany et McMillan (2004), affirment que les annonces d'accusations et de poursuites pour violation de la loi antitrust font baisser significativement la valeur de marché des firmes mises en cause.

Plusieurs raisons expliquent cette réaction négative du marché à l'annonce des condamnations pour pratiques anticoncurrentielles. La première est issue de la théorie économique et se trouve fondée sur une anticipation d'une baisse de profits futurs. Elle suppose que les entreprises adoptent un comportement anticoncurrentiel pour réaliser des surprofits. La condamnation pour pratiques anticoncurrentielles véhicule, en effet, une mauvaise nouvelle qui sera interprétée négativement par le marché. La condamnation s'accompagne d'une injonction de changement de comportement qui fera disparaître le surprofit. A ce coût indirect s'ajoutent des coûts financiers directs que sont les amendes (Strachan *et al.*, 1983 ; Bosch et Eckard, 1991). La réaction négative du marché s'explique également par l'illégalité des pratiques anticoncurrentielles. Leur caractère irresponsable (Davidson et Worrell, 1988), non conforme à l'éthique des affaires (Reichert *et al.*, 1996), affecte la réputation de l'entreprise sanctionnée (Karpoff et Lott, 1993). La baisse des cours boursiers qui suit l'annonce d'une condamnation pour pratiques anticoncurrentielles, se justifie, selon la théorie de l'agence, par la manifestation du risque supplémentaire pour les actionnaires et par l'augmentation conséquente des coûts de surveillance des comportements des managers (Long et Rao, 1995). Ces résultats insistent sur un aspect des conséquences des stratégies relationnelles des firmes sur le marché. Mener une stratégie relationnelle anticoncurrentielle, donc une stratégie illégale, permet à une firme d'améliorer sa position sur le marché et de se protéger contre les conséquences d'une forte rivalité. Cette stratégie restera payante jusqu'à ce qu'elle soit révélée et sanctionnée par les autorités de la concurrence. Au-delà des sanctions infligées par les autorités de la concurrence, la révélation d'une pratique anticoncurrentielle est également sanctionnée par le marché boursier. Une chute des cours boursiers, en réaction à cette annonce, s'interprète comme une sanction de l'équipe dirigeante par le marché. Cette dernière possibilité devient un mécanisme pouvant inciter les dirigeants à aligner leur stratégie relationnelle aux intérêts des actionnaires. Ainsi, les dirigeants et managers doivent tenir

compte de cette éventualité de sanction par le marché, tout en sachant que la frontière entre l'agressivité concurrentielle, la limitation de la concurrence et l'illégalité est très délicate.

Pour les autorités de la concurrence, ces divers résultats montrent que leurs décisions ont une portée supérieure à ce qui lui est assigné, à savoir la dissuasion par l'amende et par l'injonction de changement de comportement. La sanction par le marché vient donc compléter de façon indirecte les sanctions qu'elles prononcent.

Pour approfondir notre travail, deux facteurs peuvent être mis en avant : il s'agit de l'importance de l'amende et la taille de l'entreprise condamnée. Le coût apparaît comme le premier facteur explicatif de la chute des cours boursiers en réaction à l'annonce d'une poursuite antitrust. Le coût le plus apparent, le plus direct et le plus spectaculaire est l'amende. Il s'avère que le poids de l'amende vis-à-vis du chiffre d'affaires influence les RAMC. L'impact boursier de la condamnation est plus significatif lorsque le poids des amendes par rapport au volume d'activité de l'entreprise sanctionnée est plus lourd. Ce résultat va dans le sens des décisions des autorités européennes de la concurrence qui ont tendance à augmenter le montant des amendes. Il faut souligner que c'est surtout l'augmentation du poids de l'amende qui pourrait s'avérer dissuasive.

La variable poids des amendes (*AMCA*) est étroitement liée à la taille des entreprises sanctionnées. Il existe une corrélation négative entre ces deux variables. Pour un montant donné d'amendes, le marché réagit négativement et de façon plus importante aux sanctions prises à l'encontre des entreprises de petite taille par rapport aux sanctions prises à l'égard des entreprises de grande dimension. Plus une entreprise est importante, plus les investisseurs anticipent le fait que sa condamnation pour pratique anticoncurrentielle affectera moins son résultat global futur. Les entreprises de faible taille ont des capacités plus limitées pour faire face aux conséquences d'une condamnation pour pratique anticoncurrentielle. Le résultat de notre recherche montre, par ailleurs, que la performance économique de l'entreprise sanctionnée est un facteur atténuant la chute des cours boursiers faisant suite à l'annonce d'une sanction antitrust.

Concernant la variable *DTCP* (rapport dette totale / capitaux propres), les raisonnements faits sur la base de la théorie de l'agence et de la théorie du signal ne permettent pas d'expliquer son influence sur les rentabilités anormales cumulées. Pour mieux comprendre l'influence de cette variable, il faut la considérer comme un indicateur d'autonomie financière. Une

augmentation du ratio dette totale / capitaux propres signifie, au-delà de la hausse du poids de l'endettement, une perte d'autonomie financière. La faible autonomie financière est un facteur de vulnérabilité qui aggrave l'impact boursier de l'annonce de la condamnation pour pratiques anticoncurrentielles.

L'effet taille est essentiel pour comprendre pourquoi les dirigeants de grandes entreprises semblent finalement être peu affectés par les décisions prises par les autorités de la concurrence, alors que des amendes d'un montant de plus en plus important sont fixées à leur encontre. Les condamnations de Microsoft par la Commission Européenne, n'ont que peu modifié son comportement. L'insensibilité boursière des grandes firmes mondiales aux condamnations pour pratiques anticoncurrentielles s'explique, à notre sens, par le fait que les investisseurs anticipent que ces grandes entreprises ont plus à perdre qu'à gagner en suivant les injonctions des autorités de la concurrence. Plus une entreprise a une grande dimension économique, moins les investisseurs considèrent que les juridictions nationales ou continentales ont la capacité d'influencer ses performances à long terme, quelles que soient les sanctions qu'elles prennent contre elle.

CONCLUSION

Les pratiques anticoncurrentielles dont il est question dans cette recherche sont connues généralement sous leurs deux aspects courants que sont les ententes et les abus de position dominante. Elles se trouvent, en réalité, sur le même continuum que les stratégies de limitation et les stratégies d'intensification de la concurrence. Elles sont, par nature, secrètes. Leur révélation s'accompagne généralement d'une condamnation et d'une obligation de changement de comportement. S'il y a condamnation, celle-ci constitue un événement qui n'est pas neutre pour les actionnaires dans la mesure où elle est susceptible d'affecter leur richesse. La question posée est donc celle de l'impact des annonces de condamnation pour pratiques anticoncurrentielles des entreprises sur leurs performances boursières.

Le résultat de l'étude d'événement confirme l'hypothèse selon laquelle l'annonce d'une sanction pour pratiques anticoncurrentielles fait chuter les cours boursiers des entreprises sanctionnées. Cette conclusion conforte les résultats de plusieurs travaux antérieurs menés sur le marché américain. La théorie de la concurrence imparfaite et la théorie de l'agence fournissent deux explications complémentaires sur cette baisse de la performance boursière.

La théorie de l'oligopole explique cette chute des cours de la bourse par une anticipation d'une baisse des profits futurs, suite aux injonctions de changement de comportement associées à la décision des autorités antitrusts. Pour la théorie de l'agence, la baisse des cours de la bourse se justifie par le recours au mécanisme de résolution des conflits d'agence par le marché. Les actionnaires qui se sentent lésés exercent leur droit de voter « avec le pied ».

L'analyse explicative multivariée des rentabilités anormales moyennes cumulées montre une influence significativement négative du poids des amendes et une influence positive de la performance économique et de l'autonomie financière. L'amende a , en effet, plus de sens lorsqu'elle est rapportée à la taille de l'entreprise sanctionnée. Une politique de la concurrence de plus en plus sévère qui consiste à augmenter le montant des amendes pour accroître son effet dissuasif, ne peut être efficace si elle ne tient pas compte de la taille de l'entreprise sanctionnée.

Les raisons pour lesquelles le marché réagit moins aux décisions des autorités de la concurrence contre les grandes entreprises méritent davantage d'investigations théoriques et empiriques. L'idée développée dans cette recherche se base sur l'anticipation d'un maintien du comportement anticoncurrentiel du fait de la globalisation et de la diversification de l'activité. Une autre explication à approfondir a trait au pouvoir d'influence « hors marché » de ces grandes entreprises. Les investisseurs peuvent être convaincus que ces grandes firmes ont le pouvoir d'influencer les autorités politiques et judiciaires, au point qu'elles soient capables de ramener en leur faveur des décisions juridiques dans un premier temps défavorables.

La problématique des pratiques anticoncurrentielles, de leurs antécédents, de leurs modalités et de leurs implications sur la performance des entreprises, est assez peu abordée en sciences de gestion. Or, ces pratiques donnent lieu à des condamnations qui, comme le montre cette investigation, détruisent de la valeur boursière. Il semble donc nécessaire de mener de plus amples recherches sur ces situations d'un point de vue managérial. Dans cette perspective, au-delà des détenteurs d'actions, les effets d'une condamnation pour pratique anticoncurrentielle sur les parties prenantes internes et externes pourraient être l'objet de recherches spécifiques. La façon dont cette condamnation est vécue par les clients, les fournisseurs, les salariés, etc., constitue autant de voies de recherche pour le futur.

REFERENCES

- Baker, J. B. (2003), The Case for Antitrust Enforcement, *Journal of Economic Perspectives*, 17, 27-50.
- Ball, R. et P. Brown (1968), An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers, *Journal of Accounting Research*, 6: 2, 159-178.
- Binder, J. J. (1988), The Sherman Antitrust Act and the Railroad Cartels, *Journal of Law and Economics*, 31, 443-468.
- Bittlingmayer, G. et T. W. Hazlett (2000), DOS *Kapital*: Has Antitrust Action Against Microsoft Created Value in the Computer Industry? *Journal of Financial Economics*, 55, 329-359.
- Boehmer, E., Musumeci, J. et A. B. Poulsen (1991), Event-Study Methodology under Conditions of Event-Induced Variance, *Journal of Financial Economics*, 30: 2, 253-271.
- Bosch, J. C. et E. W. Eckard (1991), The Profitability of Price Fixing : Evidence From Stock Market Reaction to Federal Indictments, *Review of Economics and Statistics*, 73, 309-317.
- Brown, S. J. et J. B. Warner (1985), Using Daily Stock Returns: the Case of Event Studies, *Journal of Financial Economics*, 14, 3-31.
- Burns, M. R. (1977), The Competitive Effects of Trust-Busting: A Portfolio Analysis, *Journal of Political Economy*, 85, 717-739.
- Burns, M. R. (1983), An Empirical Analysis of Stockholder Injury Under Section 2 of the Sherman Act, *The Journal of Industrial Economics*, 31: 4, 333-362.
- Campbell, C. J. et C. E. Wasley (1993), Measuring Security Price Performance Using Daily NASDAQ Returns, *Journal of Financial Economics*, 33, 73-92.
- Carree, M., Günster, A. et M. P. Schinkel (2010), European Antitrust Policy 1957-2004: An Analysis of Commission Decisions, *Review of Industrial Organization*, 36, 97-131.
- Cloninger D. O., Skantz T. R., Strickland T. H. (1987), « Price Fixing and Legal Sanctions : The Stockholder-Enrichment Motive », *Antitrust Law & Economics Review*, vol. 19, n° 1, p. 17-24.
- Cloninger, D. O. (1985), An Analysis of the Effect of Illegal Corporate Activity on Share Value, *Journal of Behavioral Economics*, 14: 2, 1-13.
- Cloninger, D. O. et E. R. Waller (2000), Corporate Fraud, Systematic Risk, and Shareholder Enrichment, *Journal of Socio - Economics*, 29: 2, 189-201.

- Cloninger, D. O., Skantz T. R. et T. H. Strickland (1987), Price Fixing and Legal Sanctions: The Stockholder-Enrichment Motive, *Antitrust Law & Economics Review*, 19: 1, 17-24.
- Corrado, C. (1989), A Nonparametric Test for Abnormal Security Price Performance in Event Studies, *Journal of Financial Economics*, 23, 385-395.
- Crandall, R. W. et C. Winston (2003), Does Antitrust Policy Improve Consumer Welfare? *Journal of Economic Perspectives*, 17, 3-26.
- Davidson W. N., Worrell D. L., Lee C. I. (1994), « Stock Market Reactions to Announced Corporate Illegality », *Journal of Business Ethics*, vol. 13, n° 12, p. 979-987.
- Davidson, W. N. et D. L. Worrell (1988), The Impact of Announcements of Corporate Illegality on Shareholder Returns, *Academy of Management Journal*, 31: 1, 195-200.
- DeVany, A. et H. McMillan (2004), Was the Antitrust Action that Broke Up the Movie Studios Good for the Movies? Evidence from the Stock Market, *American Law and Economics Review*, 6, 135-153.
- Eckbo, B. E. (1983), Horizontal Mergers, Collusion, and Stockholder Wealth, *Journal of Financial Economics*, 11, 241-273.
- Ellert, J. C. (1975), Antitrust Enforcement and Stockholder Returns. Unpublished doctoral dissertation, University of Chicago, Graduate School of Business.
- Fama, E. F. (1970), Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *Journal of Finance*, 25, 383-417.
- Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C. et R. Roll (1969), The Adjustment of Stock Prices to New Information, *International Economic Review*, 10: 1, 1-21.
- Feinberg, R. M. et D. K. Round (2005), Share Price Responses to Antitrust Enforcement in Australia: Do Investors Care About Price-Fixing Cases? *Competition and Consumer Law Journal*, 13: 1, 23-39.
- Garbade, K. D., Silber, W. L. et L. J. White (1982), Market Reaction to the Filing of Antitrust Suits : An Aggregate and Cross-Sectional Analysis, *The Review of Economics and Statistics*, 64, 686-691.
- Gilligan, T. W. (1986), The Competitive Effects of Resale Price Maintenance, *Rand Journal of Economics*, 17, 544-556.
- Gunthorpe, D. L. (1997), Business Ethics: A Quantitative Analysis of the Impact of Unethical Behavior by Publicly Traded Corporations, *Journal of Business Ethics*, 16: 5, 537-543.

- Harris, M. et A. Raviv (1991), The Theory of Financial Leverage, *Journal of Finance*, 46, 297-355.
- Hersch, P. L. (1994), The Effects of Resale Price Maintenance on Shareholder Wealth: The Consequences of Schwegmann, *Journal of Industrial Economics*, 42, 205-216.
- Jensen, M. C. (1986), The Agency Costs of Free Cash Flow: Corporate Finance and Takeovers, *American Economic Review*, 76: 2, 323-329.
- Jensen, M. C. et W. H. Meckling (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3: 4, 305-360.
- Jensen, M. C. (1998), *Foundation of Organizational Strategy*, Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Karpoff, J. M. et J. R. Lott (1993), The Reputational Penalty Firms Bear from Committing Criminal Fraud, *Journal of Law and Economics*, 36, 757-802.
- Lean, D. F., Ogur, J. D. et R. P. Rodgers (1985), Does Collusion Pay ... Does Antitrust Work? *Southern Economic Journal*, 51: 3, 828-839.
- Levenstein, M. et V. Suslow (2006), What Determines Cartel Success? *Journal of Economic Literature*, 44, 43-95.
- Long, D. M. et S. Rao (1995), The Wealth Effects of Unethical Business Behavior, *Journal of Economics and Finance*, 19: 2, 65-73.
- McGuire, J. B., Schneeweis, T. et B. Branch (1990), Perceptions of Firm Quality: A Cause or Result of Firm Performance, *Journal of Management*, 16: 1, 167-180.
- Motta, M. (2004), *Competition Policy: Theory and Practice*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Mullin, G. L., Mullin, J. C. et W. P. Mullin (1995), The Competitive Effects of Mergers: Stock Market Evidence from the US Steel Dissolution Suit, *Rand Journal of Economics*, 26, 314-330.
- Porter, R. H. (1983), A Study of Cartel Stability: The Joint Executive Committee, 1880-1886, *Bell Journal of Economics*, 14, 301-314.
- Reichert, A. K., Lockett, M. et R. P. Rao (1996), The Impact of Illegal Business Practice on Shareholder Returns, *Financial Review*, 31: 1, 67-85.
- Ross, S. A. (1977), The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach, *The Bell Journal of Economics*, 8: 1, 23-40.

- Salancik, G. R. et J. R. Meindl (1984), Corporate Attributions as Strategic Illusions of Management Control, *Administrative Science Quarterly*, 29: 2, 238-254.
- Skantz, T. R., Cloninger, D. O. et T. H. Strickland (1990), Price-Fixing And Shareholder Returns: An Empirical Study, *The Financial Review*, 25: 1, 153-163.
- Sproul, M. F. (1993), Antitrust and Prices, *Journal of Political Economy*, 101, 741-754.
- Staw, B. M., McKechnie, P. I. et S. M. Puffer (1983), The Justification of Organizational Performance, *Administrative Science Quarterly*, 28: 4, 582-600.
- Stephan, A. (2008), An Empirical Assessment of the European Leniency Notice, *Journal of Competition Law & Economics*, 5, 537-561.
- Stillman, R. (1983), Examining Antitrust Policy towards Horizontal Mergers, *Journal of Financial Economics*, 11, 225-240.
- Strachan, J. L., Smith, D. B. et W. L. Beedles (1983), The Price Reaction to (Alleged) Corporate Crime, *The Financial Review*, 18: 2, 121-132.
- Thompson, J. S. et D. L. Kaserman (2001), After The Fall : Stock Price Movements and the Deterrent Effect of Antitrust Enforcement, *Review of Industrial Organization*, 19, 329-334.
- Tirole, J. (1989), *The theory of industrial organization*, The MIT Press.
- Veljanovski, C. (2007), Cartel Fines in Europe: Law, Practice and Deterrence, *World Competition*, 30, 65-86.