

# Etat actionnaire et création de valeur : Le cas des fusions – acquisitions

par

Nihat Aktas, Eric de Bodt, Laurent Liagre\*

02 avril 2003

## Résumé

L'objectif de ce papier est de vérifier l'assertion selon laquelle une entreprise publique (c'est-à-dire détenue majoritairement par l'Etat) crée moins de valeur pour les actionnaires qu'une entreprise privée. Cette étude est réalisée par l'analyse des rendements anormaux dégagés lors des annonces de fusions - acquisitions impliquant au moins une entreprise publique (acquéreur ou cible) de l'Union Européenne ou des Etats-Unis. De fait, ces opérations s'assimilent à des privatisations ou des nationalisations partielles ou totales.

Les études antérieures étudient l'impact des privatisations par le biais des données comptables et sans élaboration d'échantillon de contrôle. Notre étude constitue un complément à ces recherches, avec utilisation de données boursières. Ainsi, basée sur une étude d'événement classique, l'analyse des opérations nécessite l'intervention d'au moins une société cotée.

Les résultats, portant sur 428 opérations pour une période allant de 1985 à 2001, indiquent que la création de valeur est très inférieure à celle habituellement constatée dans la littérature. De plus, les fusions – acquisitions comportant deux entreprises cotées permettent de calculer le rendement anormal à l'annonce pour l'ensemble de l'opération. Sur les 42 rapprochements d'entreprises concernés, une destruction nette significative de valeur de - 1,03 % (contre + 1,51 % pour une étude récente sur entreprises privées) est constatée, ce qui valide la sous-crédation de valeur des opérations impliquant l'Etat actionnaire.

	Aktas	de Bodt	Liagre
Adresse	Université Catholique de Louvain 1 place des Doyens 1348 Louvain-la-Neuve BELGIUM	Université de Lille 2-Esa 1 place Déliot - BP381 59020 Lille Cedex FRANCE	Université de Valenciennes - IAE Les Tertiales – Rue des cent têtes 59313 Valenciennes Cedex FRANCE
Tel	32-10-478-447	33-3-2090-7477	33-3-2751-7604
Fax	32-10-478-324	33-3-2090-7629	33-3-2751-7619
e-mail	aktas@fin.ucl.ac.be	edebodt@hp-sc.univ-lille2.fr	laurent.liagre@univ-valenciennes.fr

---

\* Correspondance : Laurent Liagre, Institut d'Administration des Entreprises, Université de Valenciennes, Les Tertiales – Rue des cent têtes, 59313 Valenciennes Cedex, France, phone: +33 327 517 604, fax: +33 327 517 619, E-mail: [laurent.liagre@univ-valenciennes.fr](mailto:laurent.liagre@univ-valenciennes.fr).

# **Etat actionnaire et création de valeur :**

## **Le cas des fusions – acquisitions**

### **I. Introduction**

Les opérations de privatisations se sont développées dans toutes les parties du globe (Megginson et D'Souza [1999]), dans les pays développés (rentrée de trésorerie, ouverture à la concurrence) comme dans les pays en voie de développement (passage en économie de marché, attraction des investisseurs étrangers). Dans certains cas, les privatisations n'ont été réalisées que partiellement, permettant ainsi une modification progressive de l'actionnariat et de la gouvernance d'entreprise (Zhang et Zhao [2002]). Ont participé à ces privatisations partielles ou totales des particuliers, mais également des sociétés, ce qui a contribué au développement des opérations de fusions – acquisitions. Inversement, de nombreuses entreprises publiques procèdent régulièrement à des prises de participation dans des sociétés privées ou publiques de même activité, de même nationalité ou non.

Or depuis quelques années, la littérature est importante sur les qualités de gestionnaire de l'Etat, lesquelles sont souvent analysées par l'écart de rentabilité des entreprises publiques avant et après la privatisation (sur la base des données comptables, les cours boursiers n'étant pas disponibles avant la privatisation de l'entité). Cette analyse de la différence de rentabilité des entreprises publiques et privées soulève de fait des interrogations sur la capacité pour l'Etat actionnaire de créer de la valeur (Alexandre et Charreaux [2003]). Sous cette problématique, la création de valeur pour les actionnaires devrait être différente dans les opérations de fusions – acquisitions selon que l'Etat participe ou non à ces opérations, même indirectement (c'est-à-dire par filiale interposée). Ainsi, cet article se penche sur les opérations impliquant au moins une entreprise publique (définie comme une société dont le capital est détenu majoritairement par l'Etat, et qui constituent généralement, par nature, d'anciennes sociétés publiques partiellement privatisées). Ces opérations de rapprochement peuvent se définir comme des privatisations partielles (société publique cible) ou des nationalisations partielles (société publique acquéreur). La présence de l'Etat dans une

opération de F&A devrait entraîner des rendements anormaux différents de ceux impliquant uniquement des entreprises privées.

Notre étude se focalise sur le marché du contrôle de l'entreprise par le biais des deux phénomènes en profond développement dans les années 1990 :

- les opérations de fusions – acquisitions, analysées sous de multiples dimensions dans la littérature (Weston, Siu et Johnson [2001]) et traitées dans notre papier sous l'angle des privatisations ou nationalisations partielles qu'elles impliquent ;
- la vague de privatisations, répandue dans toutes les parties du monde. Les études actuelles sont principalement effectuées dans les pays en voie de développement (Bennett et Maw [2000], Harper [2002], Meyer [2002]), même si certaines concernent l'Europe (Alexandre et Charreaux [2003]).

Ainsi, notre étude se présente comme complémentaire aux différentes analyses des privatisations et nationalisations, avec comme apport :

- une approche par les rapprochements d'entreprises (fusions et acquisitions),
- l'utilisation de données boursières pour l'étude des rendements anormaux à l'annonce, avec échantillon de contrôle pour validation des résultats obtenus.

La section suivante présente la revue de littérature. La section III précise la constitution de la base de données, ses caractéristiques ainsi que la méthodologie employée. La section IV commente les résultats. La section V conclue et présente les limites de cette analyse.

## **II. La littérature et les théories sous-jacentes**

Cette partie présente les différentes théories et études sur lesquelles repose notre recherche, impliquant deux courants combinés (privatisations et rendements anormaux des opérations de fusions – acquisitions).

### **II. A. Les rendements constatés à l'annonce d'opérations de fusion ou acquisition**

Les premières études de la littérature liée aux fusions - acquisitions en finance concernent les effets à court terme de ces opérations. Leurs résultats convergent vers

une absence de réaction significative pour l'acquéreur mais une nette création de valeur significative pour les actionnaires de la société cible de l'ordre de 20% (Jensen et Ruback [1983]). Dans une étude plus récente, Mulherin et Boone [2000], avec 1305 firmes entre 1990 et 1999, observent des rendements anormaux de 20,2% (significatifs à 1%) pour les cibles, -0,37% (non significatifs) pour les acquéreurs et 3,56% (significatifs à 1%) pour l'opération.

Parallèlement, Aktas, de Bodt et Roll [2003] étudient l'effet de la fusion au niveau des opérations. Ils montrent que la création de richesse est positive et statistiquement significative (plus 1,51% sur une fenêtre d'événement de 11 jours) pour un échantillon de 443 opérations dans le contexte européen.

## **II. B. Les particularités des entreprises publiques**

L'Etat actionnaire constitue une situation très controversée en termes de productivité et de rentabilité. Les études abondent sur l'impact négatif de la propriété étatique, impact analysé au travers de la théorie de l'agence, des privatisations, de l'incidence de la propriété étatique sur la valeur de l'entreprise, des régulations économiques, de l'efficacité des entreprises publiques ou des objectifs poursuivis. La littérature conclue à une supériorité des entreprises privées (Charreaux [1997]).

Les mécanismes classiques de contrôle de la relation d'agence s'appliquent peu (ou de manière différente) au cadre de l'entreprise publique (Shleifer et Vishny [1997]). Alexandre et Charreaux [2003] soulignent le faible contrôle des dirigeants (dirigeants peu sanctionnés, souvent nommés par l'Etat actionnaire, faible motivation du fait de l'inexistence de système d'intéressement financier tel que les options d'achat d'actions).

Plusieurs études analysent l'amélioration de la performance financière et opérationnelle au travers des privatisations. Ainsi, D'Souza et Megginson [1999], sur un échantillon de 85 sociétés privatisées entre 1990 et 1996, soulignent les principales modifications postérieures à la privatisation : hausse des ventes, des dividendes, des bénéfices, baisse du ratio d'endettement, mais maintien du niveau du nombre de salariés. Par opposition, Alexandre et Charreaux [2003], sur un échantillon de 19 entreprises françaises privatisées et avec un horizon de 7 ans, indiquent que la

privatisation n'a pas eu d'impact significatif. Proposant une position intermédiaire, Villalonga [2000], avec un échantillon de 24 firmes espagnoles, indique que l'impact de la privatisation est différent selon la période, négatif au début et positif ensuite, ce qui valide l'idée selon laquelle un laps de temps est nécessaire avant que les réformes engagées portent leurs effets.

L'intervention de l'Etat est également abordée sur le plan politique et économique. Sapienza [2002] montre que les banques publiques, par opposition aux banques privées, prêtent à des taux plus faibles et dans des zones touchées par la crise. Ainsi, l'intervention de l'Etat au capital peut entraîner des interférences entre l'économie et la politique, éventuellement divergente des intérêts des autres actionnaires (Alexandre et Charreaux [2003]). Ainsi, l'état ne vise pas uniquement la rentabilité économique mais privilégie le bien-être des employés (sur-effectif et acquis sociaux) voire leur protection (d'ailleurs souvent peu compatibles avec les besoins de réactivité des sociétés), mais également la protection de certains secteurs (Megginson et Netter [2001]).

L'impact supposé négatif de la participation de l'Etat au capital des entreprises est également abordé sous l'angle de la valeur de l'entreprise. Ainsi, Tian [2001], sur un échantillon de 826 entreprises cotées sur le marché chinois, montre que la valeur des entreprises est liée à la part du capital détenu par l'Etat selon une courbe concave. Cette situation est interprétée comme une intervention intéressée de l'Etat : aidant l'entreprise lorsqu'il est fortement impliqué, la spoliant lorsqu'il est minoritaire. La moindre valorisation de l'entreprise publique est parfois expliquée par la crainte de l'utilisation du droit de veto gouvernemental (Alexandre et Charreaux [2003]). De la même manière, Qi, Wu et Zhang [2000], sur un échantillon de 154 entreprises cotées chinoises, montrent que la rentabilité augmente proportionnellement à la part de l'actionnariat privé, les sociétés 100% privées dégagant une rentabilité supérieure de 3,84% (statistiquement significative) aux entreprises 100% publiques. Enfin, Backx, Carney et Gedajlovic [2002], dans le secteur aéronautique, soulignent la corrélation entre rentabilité (financière et opérationnelle) et part du capital privé.

Enfin, l'intervention de l'Etat peut être approchée sous l'angle de l'asymétrie d'information. Celle-ci est réputée importante pour les entreprises publiques, par

manque d'obligation d'information des actionnaires et de communication financière (Alexandre et Charreaux [2003]). D'une part, cette asymétrie est généralement utilisée pour justifier la décote des introductions en bourse des entreprises publiques par rapport aux entreprises privées, décote évaluée par Levitch et Huang [1998] à plus de 5%. D'autre part, Easley et O'Hara [2001] montrent que le coût du capital est corrélé à l'information (quantité et qualité). L'asymétrie d'information lié à l'Etat actionnaire est de nature à augmenter le coût du capital. De fait, toute prise de participation impliquant l'Etat est de nature à accroître l'asymétrie d'information à venir, et indirectement le coût du capital de la société concernée par l'opération. Ainsi, les cours des sociétés impliquées pourraient sous réagir aux annonces de ces opérations.

### **II. C. Les rendements sur données comptables**

L'incidence de la privatisation est généralement mesurée avec les données comptables (Alexandre et Charreaux [2003], D'Souza et Megginson [1999]). En effet, l'absence de cours boursiers (période ante-privatisation) ne permet pas d'analyse autour de la période de privatisation. Cette situation constitue un fondement de notre papier : l'analyse autour des fusions – acquisitions permet de contourner le problème de l'absence des données boursières.

Ainsi, par défaut d'informations, les études sur les privatisations se basent sur les données comptables, dont la fréquence est annuelle et implique par définition une étude à long terme. Cette méthodologie est par ailleurs conforme à la réalité économique : la réalisation d'une privatisation devrait entraîner la mise en place de réformes, qui ne porteront leurs effets que quelques années après leur mise en place (Alexandre et Charreaux [2003]), d'où des études généralement menées sur des périodes de 7 années autour de la date de privatisation.

Le principe du recours aux données comptables est parfois contesté et les données boursières leur sont préférées par le fait qu'elles permettent une mesure plus nette de la performance des sociétés. En effet, les données boursières sont moins sujettes à manipulation, aussi bien de la part du gouvernement que des entreprises elles-mêmes (Muhlerin, Netter et Stegemoller [2001]). A ce sujet, on peut s'interroger sur la validité des données comptables pendant la période où l'Etat est propriétaire. Enfin, il

faut souligner que les données comptables forment un état du passé, tandis que les cours boursiers reflètent les anticipations futures.

Toutefois, même si les options comptables permettent une certaine flexibilité d'arrêtés des comptes, les données comptables constituent (malgré les cas extrêmes de manipulation que nous avons vécu) une des sources d'informations pour l'investisseur afin d'effectuer les travaux d'évaluation (la valeur de l'entreprise étant supposée correspondre à la valeur actualisée des flux futurs). Par ailleurs, les données comptables permettent de suivre l'évolution sur plusieurs années, d'autant plus qu'elles sont généralement accompagnées d'une grande richesse d'informations par le biais des rapports annuels des sociétés concernées.

## **II. D. L'étude des F&A impliquant l'Etat**

Une question posée par la littérature, lorsque l'acquéreur est public, consiste à déterminer la nature du comportement de la nouvelle entité par rapport à la concurrence (objectifs non uniquement financiers). Ainsi, Sidak [2001] montre que l'hypothèse de « credit-subsidization » (acquéreur public soupçonné de bénéficier de fonds à des conditions particulièrement avantageuses pour réaliser son acquisition) avancée par les opposants au rachat d'une société privée par une société publique (du moins, détenue majoritairement par l'Etat) est invalidée, sur la base de son coût moyen du capital comparé à celui des autres entreprises du secteur. Par opposition, Zhang, Zhang et Zhao [2002] observent des résultats médiocres des sociétés publiques sont dus à leurs ressources peu coûteuses provenant de l'Etat, l'excès de ressources incitant à sur-investir à tort.

Mulherin, Netter et Stegemoller [2001] étudient les fusions réalisées par des entreprises privatisées sur le marché mondial (hors Etats-Unis) afin de valider l'hypothèse du marché du contrôle d'entreprise (théories de l'agence). En effet, selon leurs hypothèses, l'enracinement et l'orgueil sont supposés caractériser les dirigeants des anciennes entreprises publiques. Par opposition, un rendement anormal positif de l'acquéreur à l'annonce d'un rachat d'une entreprise publique est supposé signifier une application classique du marché du contrôle d'entreprise. Sur un échantillon malheureusement assez restreint de 39 entreprises privatisées cibles et 52 entreprises privatisées acquéreurs, ils obtiennent une réaction positive significative à l'annonce de

11,71% sur une période identique à la nôtre [-5 ;+5], qui valide l'application de la théorie de l'agence. On ne peut toutefois, à défaut d'une méthodologie de type pairage, être certain que ces résultats soient significativement différents de ceux réalisés si les parties prenantes étaient purement privées.

### **III. Echantillon et méthodologie**

La méthode utilisée pour mesurer l'impact d'un événement (en relation avec la vie de l'entreprise) sur la valorisation boursière est celle des études d'événements, avec calcul des rendements anormaux à court terme. Les cours des actions sont supposés correspondre à la valeur actuelle des futurs cash-flows. Sous cette hypothèse d'efficience semi-forte, tout événement de nature à modifier les cash-flows devrait avoir un impact sur le cours boursier le jour de son annonce. Ainsi, les rendements anormaux à l'annonce de l'opération doivent indiquer l'impact de l'événement, c'est-à-dire l'espérance additionnelle de l'actionnaire dans les effets positifs ou négatifs d'un tel rapprochement. Dans notre étude, l'hypothèse sous-jacente correspond à une création de valeur plus faible pour les opérations impliquant l'Etat, les rendements anormaux sont donc calculés sur ces opérations.

La méthodologie d'étude d'événement se déroule en deux étapes successives. *Premièrement*, nous devons définir avec précision les entreprises étudiées, les événements analysés et leurs dates d'annonce au marché (III.A). *En second lieu*, nous devons choisir un modèle pour décrire le niveau du rendement en l'absence de l'événement. La différence entre le rendement estimé et le rendement observé correspond au rendement anormal (généré par l'événement). La significativité de cette différence est ensuite testée afin d'être validée (III. B).

#### **III. A. Echantillon des acquéreurs et des cibles**

- **Constitution de l'échantillon**

Notre échantillon de base comprend toutes les opérations de fusion et d'acquisition d'un montant supérieur à 20 M\$ impliquant une entité détenue par le gouvernement et réalisées entre 1985 et 2001, fournies par la base de données Securities Data

Corporation (Thomson Financial). Est assimilée à une entité détenue par le gouvernement toute entreprise détenue majoritairement par l'Etat, directement ou par personne interposée.

Pour des raisons de disponibilité de données (cours boursiers dans cette étude et données comptables pour une étude à venir<sup>1</sup>), l'étude se limite aux opérations réalisées entre des entités de l'Union Européenne et/ou des Etats-Unis. Il faut souligner que cette restriction n'empêche pas la comparaison à d'autres études, celles-ci prenant une variable binaire pour isoler les pays en voie de développement notamment (Backx, Carney, Gedajlovic [2002]).

Afin de pouvoir calculer les réactions du marché boursier, l'étude se borne aux opérations impliquant au moins une société cotée pour laquelle les cours boursiers (provenant de Datastream) sont disponibles. Les dates d'annonce des opérations ont été vérifiées sur la base du Financial Times, tout comme la présence d'annonces parasites (mise à jour de prévisions, rumeurs). Toutes les bases de données étaient disponibles au laboratoire GERME de l'Université de Lille 2.

La sélection des opérations a été réalisée en deux étapes : d'abord les acquéreurs publics puis celui des cibles publiques. L'échantillon final des cibles et acquéreurs comprend 1633 opérations réalisées entre le 1<sup>er</sup> janvier 1985 et le 31 décembre 2001. Toutefois, de par la nécessité de disposer d'au moins une société cotée (avec données disponibles) au moment de l'opération, l'échantillon réellement étudié se limite à 428 opérations. Les calculs portent néanmoins sur 470 sociétés, puisqu'il y a 386 opérations avec une société disponible et 42 opérations avec les deux entités concernées disponibles. Deux échantillons sont établis : le premier portant sur 147 opérations impliquant achats réalisés par des sociétés publiques (nationalisations partielles ou totales), le second portant sur 281 opérations avec des cibles publiques (privatisations partielles ou totales). La différence de taille entre les deux groupes est liée à la constitution de l'échantillon réalisée en deux phases.

---

<sup>1</sup> Il faut souligner que la critique généralement formulée aux données comptables postérieures aux opérations de fusion-acquisition porte sur l'utilisation éventuelle de la méthode du « pooling of interests » (Walter [1999]). Après vérification de la marque « pooling » proposée par la base Thomson Financial, aucune transaction impliquant une entreprise publique n'a utilisé cette méthode.

- **Caractéristiques de l'échantillon**

Ces caractéristiques sont fournies à titre indicatif afin d'établir l'échantillon de contrôle mais ne représentent pas la réalité des opérations effectuées économiquement, l'échantillon présenté ne reprenant que les opérations pour lesquelles les données sont disponibles.

La Table 1 présente la répartition des opérations par pays. Les pays les plus représentés sont la France et l'Italie.

- Insérer la Table 1 -

La Table 2 répartit les opérations par secteur d'activité. Les secteurs les plus concernés par ces opérations sont : les activités de banques – assurances, l'aérospatiale (production et transport), l'énergie (production et distribution) et les télécommunications. On peut remarquer qu'il s'agit des secteurs classiquement contrôlés par l'Etat pour des raisons de bien-être social (banques, assurances) ou de secteur stratégique (énergie, transport).

- Insérer la Table 2 -

La table 3 présente la répartition par période. Cet état confirme le constat des autres études soulignant le développement des opérations dans la fin des années 90.

- Insérer la Table 3 -

### **III. B. La méthodologie des études d'évènement**

L'application des études d'évènement est basée sur les travaux de Fama, Fischer, Jensen et Roll [1969]. Beaucoup de prolongements de ce premier travail tiennent compte des mesures plus précises de l'évènement. Binder [1998] fournit une discussion détaillée de ces diverses modifications.

La première étape pour isoler l'effet d'un évènement est de construire un modèle pour les rendements "normaux"; c'est-à-dire les différents rendements de la société qui se

seraient produits en l'absence de l'événement. Nous avons décidé d'employer le modèle simple du marché, introduit par Sharpe [1963], qui est:

$$R_{j,t} = \alpha_{j,t} + \beta_j R_{M,t} + \varepsilon_{j,t} \quad (1)$$

où  $R_{j,t}$  est le rendement observé de la firme  $j$  le jour  $t$ ,  $R_{M,t}$  est l'indice local du marché boursier de cotation de la firme  $j$ ,  $\alpha_j$  et  $\beta_j$  sont respectivement les interceptions et pentes estimés par la régression des moindres carrés (OLS), et  $\varepsilon_{j,t}$  représente le résidu de la régression<sup>2</sup>.

La deuxième étape consiste à déterminer l'écart anormal. L'équation 1 nous permet de décomposer le rendement journalier observé,  $R_{j,t}$ , en deux composants : le rendement normal attendu prenant en compte le rendement du marché ( $E(R_{j,t}) = \alpha_j + \beta_j R_{M,t}$ ) et la part de rendement de la firme inexplicé par les mouvements du marché et, donc, spécifique à la firme ( $\varepsilon_{j,t}$ ). Nous allons nous focaliser sur le deuxième composant pour interpréter l'impact de l'information sur la firme.

La période d'estimation comprend 200 jours de cotation suivie d'une période tampon de 30 jours. La fenêtre d'événement est de 11 jours, centrée sur le jour d'annonce [-5 ;+5]. L'équation 2 permet alors de mesurer le rendement anormal :

$$RA_{j,t} = R_{j,t} - E(R_{j,t}) \quad (2)$$

avec  $RA_{j,t}$  le rendement anormal de la firme  $j$  le jour  $t$ ,  $R_{j,t}$  le rendement observé de la firme  $j$  le jour  $t$ ,  $E(R_{j,t})$  l'estimation du rendement normal établi avec le modèle de marché.

Après l'estimation des rendements anormaux de chaque firme individuellement et pour chaque date d'annonce, nous avons alors calculé le rendement anormal cumulé sur les 11 jours (RAC) par firme et par événement. Puis, afin d'analyser l'incidence générale des opérations sur la période des 15 ans étudiés, nous avons réalisé une étude

---

<sup>2</sup> On utilise l'approche par le Modèle de Marché pour sa robustesse reconnue dans le cadre des études d'événement à court terme (Brown et Warner [1985]).

en coupe transversale. Ainsi, nous avons calculé le rendement anormal cumulé moyen pour les N entreprises des 2 sous-échantillons (acquéreurs publics et cibles publiques) :

$$\text{RACM} = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^{j=N} \sum_{t=-5}^{t=5} \text{RA}_{j,t} \quad (3)$$

La dernière étape consiste à tester la significativité du rendement anormal cumulé moyen par le t-statistique de Student. Toutefois, afin d'améliorer la puissance du test, nous n'utilisons pas la p-value asymptotique mais une p-value par bootstrap (Aktas, de Bodt, Roll [2003]).

En effet, nous nous basons sur l'approche de Boehmer et al. [1991] qui prend en compte le phénomène de variance induite par l'événement. Par contre, nous apportons deux modifications à cette méthode. D'une part, conformément à la proposition de Ruback [1982], nous retenons l'auto-corrélation d'ordre un des rendements. D'autre part, nous utilisons une procédure de ré-échantillonnage afin de générer les p-values, permettant ainsi d'éviter de poser une hypothèse paramétrique sur la forme de la distribution des rendements.

Enfin, dans les 42 cas où les sociétés cibles et acquéreurs étaient cotés (avec données disponibles autour de la période d'annonce), nous avons réalisé une estimation des rendements anormaux dégagés sur l'opération, qui correspond aux rendements anormaux de chaque société pondérés par les valeurs.

#### **IV. Résultats**

L'incidence estimée sur la création de valeur des opérations de fusions – acquisitions est présentée en Table 4. Les résultats des deux sous-échantillons (acquéreurs publics et cibles publiques) sont repris respectivement en panel A et B. Le panel C correspond aux 42 opérations pour lesquelles les deux entités sont cotées (reprise d'une partie des deux panels A et B).

- Insérer la Table 4 -

Dans le cas d'acquéreurs publics (panel A, nationalisations partielles ou totales), la création de valeur (statistiquement significative) pour les actionnaires de la cible s'élève à 8,10%. Le niveau de la réaction est très inférieur aux résultats courants de la littérature (environ 20%, indiqué en II. A.). Parallèlement, les rendements des acquéreurs ne sont pas significatifs.

Dans le cas de cibles publiques (panel B, privatisations totales ou partielles si la cible était déjà cotée), la création de valeur pour les actionnaires de la cible s'élève à 9,34%, ce qui reste inférieur aux résultats généralement constatés mais supérieur aux cas d'acquéreurs publics. Les rendements des acquéreurs ne sont toujours pas significatifs.

Pour les opérations impliquant deux sociétés cotées (panel C), les résultats indiquent une destruction de valeur au niveau de l'opération de - 1,03% statistiquement significative. Par opposition, Aktas, deBodt et Roll [2003] constatent une rentabilité des opérations non publiques de + 1,51%.

Ces résultats confirment que l'Etat est perçu comme un actionnaire moins apte à créer de la valeur qu'un actionnaire privé. Les différentes hypothèses (II. B) concernant la gouvernance des entreprises publiques sont donc validées.

Cette situation différente des opérations publiques nécessite une validation des résultats par comparaison avec un échantillon de pairage d'entreprises privées (travail en cours de réalisation).

## **V. Conclusion**

Les opérations de fusions – acquisitions impliquant les entreprises détenues directement ou indirectement par l'Etat génèrent moins de création de valeur pour les actionnaires que les opérations réalisées par les entreprises privées.

De plus, en cas d'opérations entre entreprises cotées, une destruction nette de valeur est constatée. Ces résultats confirment l'infériorité des entreprises publiques.

Deux développements intéressants et complémentaires sont proposés :

- vérifier si l'Etat procède plus souvent à des acquisitions qu'à des fusions (financement à taux réduit voire nul permettant de racheter plus facilement et évitant la dilution du capital),
- comparer les rendements en cas d'opération nationale ou transfrontalière (phénomène de protectionnisme).

Deux limites sont à souligner dans notre démarche :

- l'analyse à moyen / long terme pourrait être menée avec des données comptables,
- un comparatif des rendements anormaux avec un échantillon de contrôle (même période, taille d'entreprises, zone géographique, secteur) pourrait permettre une plus fine interprétation des résultats,
- une étude boursière des rendements anormaux à long terme serait intéressante pour étudier la capacité des investisseurs à anticiper l'impact de ces opérations (ce qui reviendrait à faire un test d'efficience semi-forte dans le contexte très particulier de l'Etat actionnaire).

## References

- Aktas N., E. de Bodt, M. Levasseur et A. Schmitt, 2001, 'The emerging role of the European Commission in mergers and acquisitions monitoring: The Boeing-McDonnell Douglas Case', *European Financial Management*, Vol. 7, pp. 447-480.
- Aktas N., E. de Bodt et R. Roll, 2003, 'Market response to European regulation of business combinations', UCLA Working Paper.
- Alexandre H. et Charreaux G., 2003, 'Efficiency of French privatisations : a dynamic vision', *Journal of Corporate Finance*, forthcoming.
- Backx M., Carney M., Gedajlovic E., 2002, 'Public, private and mixed ownership and the performance of international airlines', *Journal of Air Transport Management*, Vol. 8, pp. 213-220.
- Bennett J. et Maw J., 2000, 'Privatisation and market structure in transition economy', *Journal of Public Economics*, Vol. 77, pp. 357-382.
- Binder, J., 1998, 'The event study methodology since 1969', *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 11, pp. 111-137.
- Boehmer E., Musumeci J. et Poulsen A.B., 1991, 'Event-study methodology under conditions of event-induced variance', *Journal of Financial Economics*, Vol. 30, pp. 523-272.
- Brown J. S. et J. B. Warner, 1985, 'Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies', *Journal of Financial Economics*, Vol. 14, 3-31.
- Charreaux G., 1997, 'L'entreprise publique est-elle nécessairement moins efficace ?', *Revue Française de Gestion*, N°115, pp. 38-56.
- Easley D. et O'Hara M, 2001, 'Information and the cost of capital', EFA 2002 Berlin Meetings Presented Paper; Cornell University Johnson Graduate School of Management Working Paper.
- Fama E., L. Fisher, M. Jensen et R. Roll, 1969, 'The adjustment of Stock Prices to New information', *International Economic Review*, Vol. 10, pp. 1-21.
- Harper J.T., 2002, 'The performance of privatized firms in the Czech Republic', *Journal of Banking & Finance*, Vol. 26, pp. 621-649.
- Jensen M.C. et Ruback R., 1983, 'The market for corporate control : the scientific evidence', *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, pp. 5-50.

- Levich R.M., Qi Huang, 2003, 'Underpricing of new equity offerings by privatized firms: an international test', *International Journal of Theoretical and Applied Finance*, Vol. 6, pp. 1-30.
- Meggison W.L. et D'Souza J., 1999, 'The financial and operating performance of privatized firms during the 1990s', *Journal of Finance*, Vol. 54, pp. 1397-1438.
- Meggison W.L., Nash R.C., Van Randenborgh M., 1994, 'The financial and operating performance of newly privatised firms : an international empirical analysis', *Journal of Finance*, Vol. 49, pp. 403-452.
- Meggison W.L. et Netter J.M., 2001, 'From state to market : a survey of empirical studies on privatization', *Journal of Economic Literature*, Vol. 39, No. 2
- Meyer K.E., 2002, 'Management challenges in privatization acquisitions in transition economies', *Journal of World Business*, Vol. 37, pp. 266-276.
- Mulherin J.H. et Boone A.L., 2000, 'Comparing acquisitions and divestitures', *Journal of Corporate Finance*, Vol. 6, pp. 117-139.
- Mulherin J.H., Netter J.M., Stegemoller M., 2001, 'Privatization and the market for corporate control', London Business School Working Paper.
- Qi D, Wu W., Zhang H., 2000, 'Shareholding structure and corporate performance of partially privatized firms : Evidence from listed Chinese companies', *Pacific – basin Finance Journal*, Vol. 8, pp. 587-610.
- Ruback R., 1982, 'The Conoco takeover and stockholder returns', *Sloan Management Review*, Vol. 23, pp.13-33.
- Sapienza P., 2002, 'What do state-owned firms maximize ? Evidence from Italian banks', working paper.
- Sharpe, W., 1963, 'A simplified model for portfolio analysis', *Management Science*, Vol. 9, pp. 277-293.
- Shleifer A. et Vishny R.W., 1997, 'A survey of corporate governance', *Journal of Finance*, Vol. 52, pp. 737-783.
- Sidak J.G., 2001, 'Acquisitions by partially privatised firms : the case of Deutsche Telekom and Voicestream', *Federal Communications Law Journal*, Vol. 54, pp. 1-30.
- Sidak J.G., 2002, 'Capital subsidies, profit maximisation, and acquisitions by partially privatised telecommunications carriers', *Telecommunications Policy*, Vol. 26, pp. 287-294.

- Tian G.L., 2001, 'State shareholding and the value of China's firms', London Business School Working Paper.
- Villalonga B., 2000, 'Privatization and efficiency : differentiating ownership effects from political, organizational, and dynamic effects', *Journal of Economic Behaviour & Organization*, Vol. 42, pp. 43-74.
- Walter J.R., 1999, 'Pooling or purchase : a merger mystery', *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, Vol. 85, pp. 27-.
- Weston F., Siu J., et Johnson B., 2001, *Takeovers, Restructuring and Corporate Governance*, Third Edition, Prentice Hall.
- Zhang A., Zhang Y, Zhao R., 2002, 'Profitability and productivity of Chinese industrial firms : measurement and ownership implications', *China Economic Review*, Vol. 13, pp. 65-88.

Table 1

**Répartition des opérations par nationalité de la cible**

Cette table détaille la nationalité des entreprises<sup>3</sup> comprises dans les deux échantillons (acquéreur public et cible publique). Les deux échantillons sont formés à partir des opérations de fusions – acquisitions répertoriées dans la base SDC Thomson Financial entre le 1<sup>er</sup> janvier 1985 et le 31 décembre 2001. Les firmes retenues ont des données complètes disponibles sur Datastream et la date d'annonce peut être confirmée sur la base de données du Financial Times. Sur ces critères, 428 opérations sont analysées.

Nationalité de la cible	Acquéreurs publics		Cibles publiques	
	Nombre	%	Nombre	%
Allemagne	6	4	24	9
Autriche	8	6	5	2
Belgique	4	3	6	2
Danemark	3	2	5	2
Espagne	14	10	20	7
Finlande	11	7	14	5
France	42	29	33	12
Grèce	2	1	9	3
Irlande	-	-	-	-
Italie	20	14	50	18
Luxembourg	-	-	1	-
Pays-Bas	3	2	8	3
Portugal	5	3	8	3
Royaume-Uni	9	6	35	12
Suède	11	7	19	7
Etats-Unis	9	6	44	15
Observations totales	147	100%	281	100%

<sup>3</sup> La nationalité de l'entreprise cotée est indiquée. Pour les 42 cas avec deux entités cotées, en cas d'opération transfrontalière, la nationalité de l'acquéreur est retenue.

Table 2

**Répartition des opérations par secteur d'activité**

Cette table détaille les secteurs d'activité des opérations comprises dans les deux échantillons (acquéreur public et cible publique). Les deux échantillons sont formés à partir des opérations de fusions – acquisitions répertoriées dans la base SDC Thomson Financial entre le 1<sup>er</sup> janvier 1985 et le 31 décembre 2001. Les firmes retenues ont des données complètes disponibles sur Datastream et la date d'annonce peut être confirmée sur la base de données du Financial Times. Sur ces critères, 428 opérations sont analysées.

Secteur d'activité	Acquéreurs publics		Cibles publiques	
	Nombre	%	Nombre	%
Aérospatiale	11	8	13	5
Assurance	16	11	22	8
Banques	14	10	41	15
Commercialisation	3	2	13	5
Construction	1	0	4	1
Distribution élec, gaz et eau	21	14	40	14
Electronique	11	8	17	6
Holdings	1	-	3	1
Hôtels et casinos	-	-	2	1
Immobilier	5	3	5	2
Mines, gaz, pétrole	16	11	27	10
Papier et bois	4	3	12	4
Production alimentaire	3	2	8	3
Produits chimiques	10	7	8	3
Radio et télévision	2	1	3	1
Services économiques	2	1	8	3
Services de santé	-	-	1	-
Tabacs	3	2	6	2
Télécommunications	12	8	15	5
Transport aérien	6	4	9	3
Transport (non aérien)	3	2	14	5
Divers	3	2	10	4
Observations totales	147	100%	281	100%

Table 3  
**Répartition des opérations par année**

Cette table répartit par année les opérations comprises dans les deux échantillons (acquéreur public et cible publique). Les deux échantillons sont formés à partir des opérations de fusions – acquisitions répertoriées dans la base SDC Thomson Financial entre le 1<sup>er</sup> janvier 1985 et le 31 décembre 2001. Les firmes retenues ont des données complètes disponibles sur Datastream et la date d’annonce peut être confirmée sur la base de données du Financial Times. Sur ces critères, 428 opérations sont analysées.

Année	Acquéreurs publics		Cibles publiques	
	Nombre	%	Nombre	%
1985	-	-	8	3
1986	-	-	-	-
1987	-	-	-	-
1988	4	3	6	2
1989	4	3	5	2
1990	15	10	10	4
1991	15	10	5	2
1992	13	9	46	16
1993	16	10	-	-
1994	5	3	12	4
1995	3	3	27	10
1996	17	12	20	7
1997	6	4	52	19
1998	-	-	18	6
1999	18	12	34	12
2000	24	16	23	8
2001	7	5	15	5
Observations totales	147	100%	281	100%

Table 4

**Réaction des prix aux annonces de fusions – acquisitions**

Les rendements anormaux cumulés moyens (RACM) sont calculés autour de la date d'annonce (jour 0) des opérations envisagées (moyenne équipondérée des rendements anormaux de chaque opération). Le rendement normal est déterminé par le modèle de marché avec application de l'indice local. Les p-values sont basées sur base du t bootstrap selon la méthode précisée en III B. Sur un échantillon de 428 opérations, les données nécessaires sont disponibles pour 470 sociétés (soit 386 opérations avec les réactions d'une seule entité et 42 opérations avec les deux entités).

<b>Panel A - Acquéreurs détenus par l'Etat (N = 188)</b>											
Date relative	-5	-4	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	+4	+5
<b>Acquéreurs (N = 103)</b>											
RACM (%)	0.26	0.50	1.45	0.97	1.72	1.79	1.37	1.11	0.97	0.74	0.55
p-value	0.23	0.08	0.13	0.15	0.01	0.02	0.13	0.41	0.48	0.45	0.36
<b>Cibles (N = 85)</b>											
RACM (%)	0.69	0.53	1.07	1.37	1.42	5.05	6.98	7.50	8.90	7.11	8.10
p-value	0.01	0.07	0.01	0.00	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>Panel B - Cibles détenues par l'Etat (N = 282)</b>											
Date relative	-5	-4	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	+4	+5
<b>Acquéreurs (N = 206)</b>											
RACM (%)	-0.03	0.17	0.33	0.08	-0.24	0.19	0.05	0.18	0.38	0.16	0.16
p-value	0.35	0.42	0.26	0.34	0.15	0.41	0.38	0.46	0.49	0.52	0.40
<b>Cibles (N = 76)</b>											
RACM (%)	0.40	0.55	0.67	0.98	1.68	2.78	3.24	3.68	5.06	3.47	9.34
p-value	0.03	0.01	0.04	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.09
<b>Panel C – Analyse des opérations (N = 42)</b>											
Date relative	-5	-4	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	+4	+5
<b>Acquéreurs détenus par l'Etat (N = 23)</b>											
RACM (%)	0.10	0.78	0.65	1.52	1.79	1.80	1.24	-0.46	-0.00	-0.05	-0.33
p-value	0.23	0.16	0.43	0.14	0.21	0.18	0.26	0.15	0.20	0.25	0.20
<b>Cibles détenues par l'Etat (N = 19)</b>											
RACM (%)	0.77	0.79	0.82	0.51	0.43	-0.44	-1.00	-0.92	-1.32	-1.70	-1.89
p-value	0.17	0.21	0.38	0.39	0.42	0.26	0.16	0.15	0.14	0.11	0.05
<b>Opérations (N = 42)</b>											
RACM (%)	0.40	0.79	0.73	1.06	1.17	0.79	0.22	-0.67	-0.60	-0.79	-1.03
p-value	0.09	0.09	0.34	0.36	0.37	0.46	0.37	0.06	0.07	0.06	0.03