



L'IMPACT DES OFFRES PUBLIQUES SUR LA RICHESSE DES ACTIONNAIRES : UNE ÉTUDE DES ANTICIPATIONS DES AGENTS SELON LE MOTIF DE L'ACQUISITION

CONSTANCE PHÉLIZON*

Les deux dernières décennies ont été marquées par un développement exponentiel des marchés financiers, dont les conséquences sont aujourd'hui tangibles au niveau du gouvernement des entreprises¹. Dans les économies dites « à l'anglo-saxonne », tels que le Royaume-Uni, les États-Unis et, de plus en plus, la France, on assiste en effet à un recours massif des entreprises aux émissions d'actions pour assurer le financement de leur activité. Le cours des titres, devenu un indicateur de performance, exerce de ce fait une discipline sur les dirigeants, la baisse du rendement signalant une opportunité d'investissement au marché par le biais d'une prise de contrôle².

Lorsque la Chambre syndicale instaure en 1966 une procédure d'offre publique qui régleme pour la première fois ces opérations sur le marché français, le rapport annuel de la Société des Bourses françaises est enthousiaste : « L'OPA tend à faciliter et à moraliser les fusions et concentrations d'entreprises, dans la mesure où elle permet aux actionnaires de prendre eux-mêmes, en pleine connaissance de cause, une décision sur des projets qui touchent à l'avenir même de leur société. Discipline efficace de l'économie libérale, elle introduit dans la vie économique un facteur de compétition qui ne peut qu'inciter les équipes dirigeantes à préserver le dynamisme de leur affaire » (*L'Année Boursière*, 1966).

L'actualité nous enseigne que la réalité des offres publiques est parfois toute autre - ces opérations pouvant s'avérer coûteuses pour l'entreprise initiatrice, si les coûts d'intégration de la cible s'avèrent supérieurs au gain anticipé par le rapprochement. Dans un contexte de forte

* TEAM, Université de Paris I Panthéon Sorbonne.

Cette étude a été réalisée grâce au soutien financier de l'Institut CDC pour la Recherche.

croissance des offres publiques, il est impératif de répondre à la question de leur justification économique, afin d'envisager, le cas échéant, une intervention de l'Etat en vue de les limiter.

Les travaux antérieurs mesurant l'impact des offres publiques sur la richesse des actionnaires aboutissent à des résultats remarquablement homogènes sur le marché français comme sur le marché américain, les agents anticipant une création de valeur associée. Par ailleurs, ces travaux mettent en lumière une répartition inégale des gains entre les agents, la cible bénéficiant d'une hausse du cours de ses titres tandis que la valeur boursière de l'entreprise initiatrice ne présente pas de variation significative. Ce dernier résultat apparaît contre-intuitif puisqu'il suggère que l'acquéreur ne retire aucun profit de l'offre publique, ce qui conduit à s'interroger sur ses motivations à entreprendre une telle opération.

L'objet de cette étude est de mesurer le gain boursier associé aux offres publiques sur le marché français dans un premier temps à l'aide de la méthodologie des études d'événements, puis de compléter dans un deuxième temps les résultats des études antérieures, en testant l'impact du motif du rachat sur la rentabilité attendue. Nous chercherons à déterminer si les opérations qui présentent une logique industrielle sont accueillies plus favorablement par le marché que les opérations conglomerales, ce qui pourrait expliquer l'absence de gain global observée au niveau des entreprises initiatrices. Dans une première section, nous exposons le processus expérimental suivi. Une deuxième section présente nos résultats empiriques ainsi que leur interprétation.

MÉTHODOLOGIE ET DONNÉES

Le gain boursier associé aux offres publiques est estimé à l'aide de la méthodologie des études d'événements (Fama et *alii*, 1969), qui consiste à mesurer l'évolution anormale du cours des titres des entreprises cibles et des entreprises initiatrices par rapport à une valeur théorique définie en l'absence d'événement, autour de la date d'annonce de l'opération. Une telle approche permet d'isoler les variations de prix liées à l'annonce de l'offre publique de celles provenant de facteurs extérieurs à la publication de l'information, comme les mouvements de marché par exemple.

Notre échantillon est constitué de toutes les entreprises cibles ou initiatrices d'offres publiques réalisées sur le marché financier français entre 1991 et 1997, dont les cours ont fait l'objet d'un suivi par la base de données Datastream à partir d'un an au moins avant la date de l'opération. La population finale correspond à 88 entreprises cibles et à 49 entreprises initiatrices. La différence importante que l'on observe entre ces deux sous-échantillons s'explique par le fait que les entreprises initiatrices sont souvent non cotées. Les informations concernant les rapprochements d'entreprises proviennent des rapports annuels de la COB,

du CD-Rom de la SBF intitulé : « Décisions et Avis », ainsi que des dossiers de la SBF pour les opérations les plus anciennes. Les opérations considérées sont les OPA, les OPE et les rachats de blocs d'actions, ces derniers se traduisant nécessairement par une OPA simplifiée.

Le rendement dit normal en l'absence d'événement correspond pour chacune des entreprises à la moyenne des rendements observés sur une période d'un an précédant l'offre publique. Nous ne retenons pas le modèle de marché (Sharpe, 1964 ; Lintner, 1965 ; Mossin, 1966), qui consiste à ajuster le rendement normal du titre par sa sensibilité aux variations de l'indice boursier, en raison de la cotation irrégulière de nombreuses entreprises de notre échantillon³. Pour chaque opération, la date d'événement est définie comme celle de l'annonce de l'offre publique sur le marché⁴, et la fenêtre d'événement correspond à une période de moins dix jours et de plus dix jours par rapport à cette date⁵ - durée généralement utilisée dans le cadre de cotations journalières.

Le rendement anormal AR de chaque titre i à la date t correspond à la différence entre le rendement observé et le rendement normal :

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - K_{i,t}$$

où t représente le temps et varie de -10 à +10 jours à partir de la date d'annonce, R représente le rendement observé du titre, et K représente le rendement normal du titre en l'absence d'événement.

Une fois déterminés les rendements anormaux journaliers pour chacun des titres de l'échantillon, l'estimation de la moyenne des rendements anormaux sur l'ensemble des sociétés pour chaque jour de la période d'étude permet d'obtenir les rendements anormaux moyens (AAR) :

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t}$$

où N représente la taille de l'échantillon.

Finalement les rendements anormaux moyens cumulés ($CAAR$) sont obtenus en calculant la somme des rendements anormaux moyens sur la période d'étude :

$$CAAR_t = \sum_{\tau=-10}^t AAR_{\tau}$$

RÉSULTATS OBTENUS

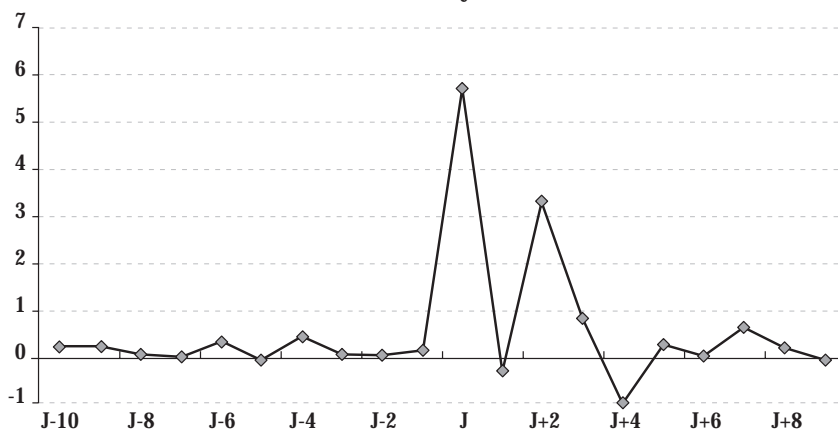
Mise en évidence d'une asymétrie dans la répartition des gains

On observe le résultat classique d'une asymétrie dans la répartition des gains boursiers associés à l'annonce d'une offre publique entre les entreprises initiatrices et les entreprises cibles, au bénéfice de ces dernières⁶.

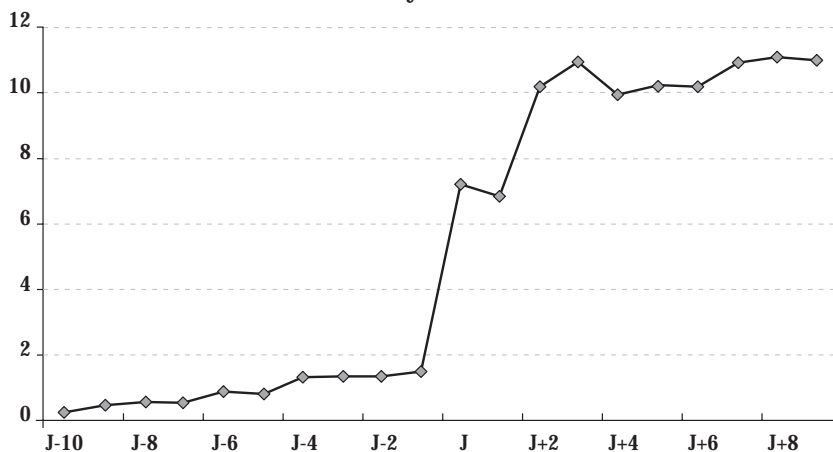
Au niveau des entreprises cibles, les offres publiques sont considérées

comme des opérations profitables par le marché. En effet, le rendement des titres de ce sous-échantillon augmente très nettement lors de l'annonce de l'opération, comme on peut l'observer sur les graphiques n°1 et n°2 ci-dessous. Les rendements anormaux moyens du sous-échantillon d'entreprises cibles cumulés sur les vingt jours de la fenêtre d'événement sont de 10,99 %, avec une statistique de Student de 4,09 (résultat significatif au seuil de 1 %). Ce résultat s'explique par l'intégration partielle de la prime offerte par l'acquéreur aux actionnaires de la cible dans le prix des titres. Cette prime, nécessaire pour emporter leur accord, dépend des gains liés à l'opération anticipés par l'acquéreur.

Graphique n°1
Rendements anormaux moyens des cibles (en %)



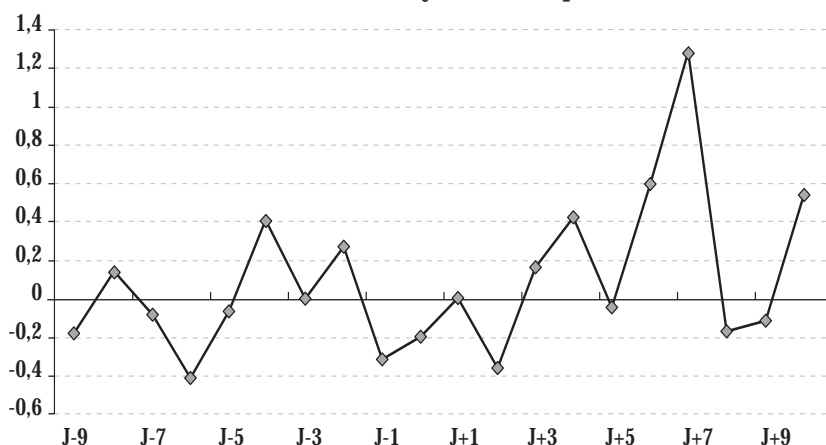
Graphique n°2
Rendements anormaux moyens cumulés des cibles (en %)





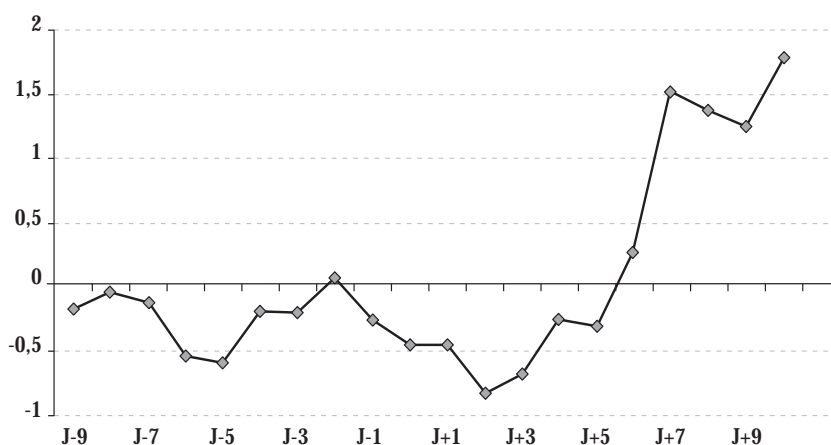
En revanche, les entreprises initiatrices ne bénéficient d'aucun effet d'annonce, puisque leurs rendements anormaux moyens cumulés s'avèrent positifs mais non significatifs sur la fenêtre d'événement. Ainsi, on n'observe pas de mouvement de cours particulier lors de l'annonce de l'offre publique sur les graphiques n°3 et n°4 ci-dessous. Ce résultat classique des études d'événements est cependant contre-intuitif, puisqu'il suggère que l'entreprise initiatrice ne retire aucun bénéfice de l'opération. Il fera l'objet de plus amples développements en sous-section (II-3).

Graphique n°3
Rendements anormaux moyens des acquéreurs (en %)



5

Graphique n°4
Rendements anormaux moyens cumulés des acquéreurs (en %)



Gain global associé

Le gain global associé aux offres publiques est délicat à mesurer. Dans la mesure où les entreprises cibles bénéficient d'un effet d'annonce et que cet événement n'a aucun effet sur le cours des entreprises initiatrices, le gain global devrait être positif. Cependant un tel raisonnement est biaisé, pour deux raisons. D'une part, notre échantillon total n'est pas constitué uniquement de paires d'entreprises correspondant à une même opération, les entreprises initiatrices étant souvent non cotées. D'autre part, la capitalisation boursière des entreprises initiatrices est généralement plus importante que celle des entreprises cibles. En effet, il est plus aisé pour une entreprise de grande taille de se porter acquéreur sur le marché du contrôle en raison de conditions de financement plus avantageuses, ce qui se traduit par une non atomie sur ce marché. Notre échantillon reflète cette imperfection, puisque la moyenne de la capitalisation boursière des entreprises initiatrices est trois fois plus élevée que celle des entreprises cibles⁷.

En conséquence, même si le gain total de l'acquisition est équitablement partagé entre l'acquéreur et la cible, il se traduit par un gain boursier moins important en pourcentage pour cette dernière. Le montant en valeur d'une faible perte réalisée par l'acquéreur peut ainsi s'avérer supérieur au montant en valeur d'un gain important réalisé par la cible.

Nous prenons en compte ces biais dans l'estimation du gain global associé aux offres publiques en considérant un nouvel échantillon, constitué de paires d'entreprises correspondant à une même opération, selon la méthodologie mise au point par Bradley et *alii* (1988). Ce retraitement nous conduit à éliminer de nombreuses observations dans l'échantillon d'entreprises cibles, les entreprises initiatrices étant souvent non cotées, et nous obtenons un échantillon final de 16 paires d'entreprises. Le gain associé à chaque opération i correspond à la somme des rendements anormaux cumulés de l'acquéreur et de la cible pondérés par leurs capitalisations boursières respectives sur la fenêtre d'événement, selon la formule suivante :

$$WCAR_i = \frac{V_i^c CAR_i^c + V_i^a CAR_i^a}{V_i^c + V_i^a}$$

$$i = 1, \dots, 16$$

où V_i^c et V_i^a correspondent à la capitalisation boursière et CAR_i^c et CAR_i^a sont les rendements anormaux cumulés de la cible et de l'acquéreur respectivement pour une opération i donnée.

La moyenne des rendements anormaux cumulés pondérés est de 2,74 %, mais la statistique de Student associée n'est pas significative.

Ce résultat va dans le sens des études antérieures, qui obtiennent un gain boursier global positif et faiblement significatif ou non significatif sur le marché nord-américain (Lang et *alii*, 1989 ; Stulz et *alii*, 1990 ; Kaplan et Weisbach, 1992) comme sur le marché français (Charléty-Lepers et Sassenou, 1994).

Nous complétons   présent ces résultats classiques des études d'événements, en cherchant à résoudre le paradoxe d'une répartition asymétrique du gain au détriment de l'entreprise initiatrice.

Interprétation de « l'énigme de l'acheteur »

Influence du mode de paiement

On observe que le mode de paiement de l'acquisition exerce une influence notable sur les rendements anormaux de l'acq reur, les offres publiques d'échange se traduisant par des gains boursiers inférieurs à ceux associés aux offres publiques d'achat (Travlos, 1987 ; Charléty-Lepers et Sassenou, 1994). En effet le financement d'une acquisition par échange de titres transmet un signal négatif au marché, en suggérant une surévaluation de l'entreprise initiatrice. Ce résultat pourrait expliquer l'asymétrie dans la répartition des gains obtenue au niveau de notre échantillon, les faibles rendements anormaux associés aux OPE pouvant diluer les gains associés aux OPA.

Le tableau n 1 ci-dessous montre que la moyenne des rendements anormaux cumulés associés aux offres publiques d'échange est bien inférieure à celle des opérations financées par liquidités. Néanmoins ces rendements anormaux demeurent non significatifs pour les entreprises initiatrices, quel que soit le mode de financement de l'offre publique.

Tableau n 1
Estimation des rendements anormaux des entreprises initiatrices
en fonction du mode de paiement

Mode de paiement	CAAR (%)	Nombre d'observations	Statistique de Student
Titres (OPE)	-2.142	10	Non valide
Liquidités (Autres opérations)	1.81	38	0.91
Total	0.99	48	0.60

Influence de la concurrence entre acheteurs

La surenchère entre plusieurs acheteurs potentiels a également un impact sur la répartition du gain entre l'acq reur et la cible. La présence de multiples concurrents augmente en effet la valeur de la prime accordée aux actionnaires de la cible par rapport aux rendements nor-

maux des titres sur le marché, ce qui contribue à réduire le profit réalisé par l'entreprise initiatrice (Bradley et *alii*, 1988 ; Charléty-Lepers et Sassenou, 1994).

La décomposition de l'échantillon en fonction de la nature de l'opération fait apparaître une majorité de rachats de blocs de contrôle. Ces opérations constituent le mode d'acquisition utilisé pour 70,5 % des cibles et par 61 % des acquéreurs (Cf. tableau n° 2)⁸. En d'autres termes, la majorité des entreprises initiatrices détenait une part importante du capital de la cible préalablement à l'offre publique, et disposait de ce fait d'un avantage concurrentiel sur le marché, défavorisant ainsi les batailles boursières. En conséquence, l'hypothèse disciplinaire n'apparaît pas pertinente pour expliquer la non significativité des rendements anormaux des entreprises initiatrices de notre échantillon.

Tableau n°2
Décomposition des offres publiques par opération

Opérations	Cibles	%	Initiatrices	%
OPA	18	20.5	9	20.5
OPE	8	1	10	18.5
Blocs de contrôle	62	70.5	30	61
Total	88	100	49	100

Impact du motif de l'acquisition

Les deux hypothèses précédentes s'avérant non pertinentes pour rendre compte de la répartition asymétrique des gains observée entre l'acquéreur et la cible, nous cherchons à présent à mesurer si les acquisitions présentant une logique horizontale ou verticale se traduisent par de meilleures anticipations de la part des agents. Si c'est le cas, nous pourrions interpréter les résultats non significatifs obtenus par les entreprises initiatrices, comme une conséquence de la dilution des gains boursiers associés aux opérations présentant une justification industrielle.

L'échantillon initial est décomposé en fonction du motif de l'offre publique à partir des informations fournies par la base de données Dafsapro, qui présente une évolution historique de l'activité, de la structure de détention et des principaux résultats des sociétés cotées sur le marché français. Nous vérifions pour chacune des opérations retenues si les deux entreprises présentent une ou plusieurs activités susceptibles de donner lieu à des synergies horizontales ou verticales.

Lorsque les offres publiques ne sont pas justifiées industriellement, on observe trois grands motifs de rachat. Premièrement, l'acquisition peut être purement conglomerale. Dans ce cas, l'entreprise initiatrice

est une *holding* à vocation financière, dont l'activité consiste à investir dans de multiples domaines afin de diversifier ses risques. Deuxièmement, l'opération peut être réalisée sous l'impulsion des pouvoirs publics par le biais de sociétés de développement régional, afin d'éviter ou de retarder une mise en liquidation de la cible. Enfin, de nombreuses offres publiques s'inscrivent dans le cadre d'une simplification de la structure de détention des grands groupes français, ces opérations ayant alors pour but de réduire les participations croisées. Les rendements anormaux obtenus suite à cette décomposition sont présentés dans le tableau récapitulatif ci-dessous.

Tableau n°3
Synthèse des résultats obtenus

		Échantillon total	Logique industrielle	Autres opérations
Cibles	CAAR	10.99**	14.72**	5.84
	Statistique de Student	4.09	4.02	1.43
	Taille de l'échantillon	86	49	36
Initiatrices	CAAR	0.99	0.30	Taille insuffisante de l'échantillon
	Statistique de Student	0.60	0.16	Taille insuffisante de l'échantillon
	Taille de l'échantillon	48	40	9

** Significatif au seuil de 1 %.

On observe que le marché tient fortement compte de synergies industrielles potentielles dans sa valorisation des offres publiques. En effet, au niveau des cibles, non seulement les rendements anormaux moyens cumulés sont trois fois plus élevés lorsque les opérations de rapprochement présentent une logique industrielle - les valeurs respectives des sous-échantillons étant de 14,72 % et de 5,84 % - mais ces rendements ne sont pas significatifs pour l'échantillon correspondant à des opérations de type congloméral ou ré-organisationnel.

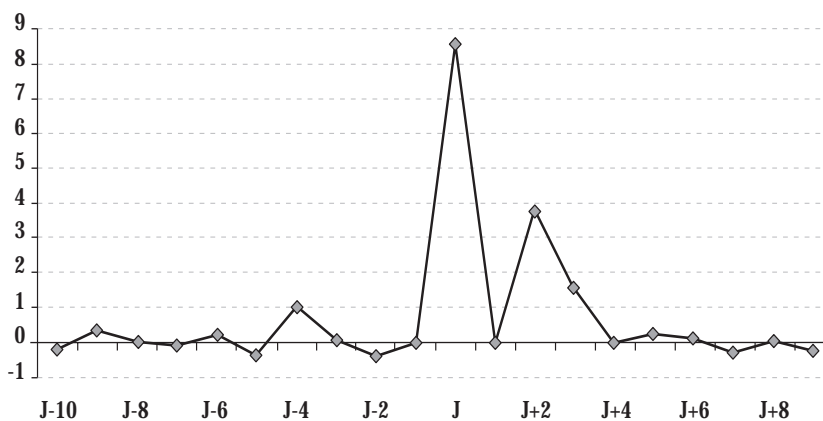
Ce résultat est cohérent avec ceux obtenus par des études mesurant le gain de long terme associé aux offres publiques (Healy et *alii*, 1992 ; Phelizon, 1999). La création de valeur associée aux opérations présentant une logique industrielle peut s'expliquer par une sous-utilisation des capacités productives de la cible avant l'acquisition, que cette opération permet de régler soit par la réalisation de synergies - le rapprochement des deux entreprises permettant à la cible de bénéficier d'installations dans lesquelles elle ne pouvait investir, soit par le remplacement de



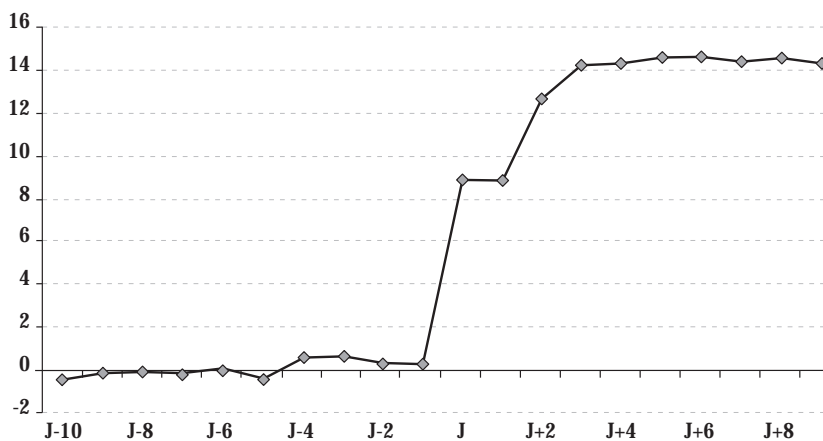
l'équipe dirigeante - celle-ci ne sachant pas valoriser de façon optimale les actifs de l'entreprise.

L'évolution des rendements anormaux des cibles d'opérations présentant une logique industrielle est caractéristique de celle d'entreprises cibles d'offres publiques, comme on peut l'observer en comparant les graphiques n°5 et n°6 présentés ci-dessous aux graphiques n° 1 et n° 2. Ces rendements anormaux présentent un pic autour de la date d'annonce de l'opération, traduisant les anticipations positives des agents.

Graphique n°5
Rendements anormaux moyens
des cibles d'offres publiques horizontales ou verticales (en %)



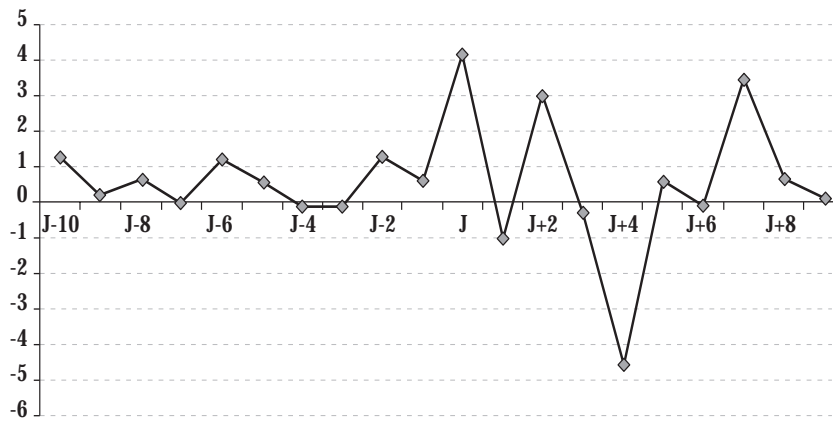
Graphique n°6
Rendements anormaux moyens cumulés
des cibles d'offres publiques horizontales ou verticales (en %)





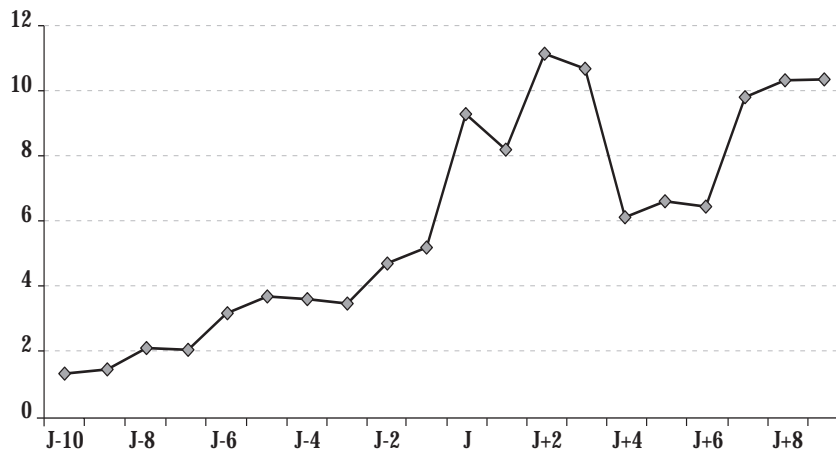
Les graphiques n°7 et n°8 ci-dessous montrent au contraire que les rendements anormaux de l'échantillon de type congloméral ou réorganisationnel ne présentent pas d'évolution particulière autour de la date d'annonce de l'opération. Ce résultat indique que l'effet d'annonce des offres publiques ne permet pas à lui seul de générer des gains boursiers au niveau des cibles, lorsque ces opérations ne présentent pas de logique industrielle.

Graphique n°7
Rendements anormaux moyens
des cibles d'offres publiques sans motif industriel (en %)



11

Graphique n°8
Rendements anormaux moyens cumulés
des cibles d'offres publiques sans motif industriel (en %)





En revanche, au niveau des acquéreurs, les rendements anormaux cumulés s'avèrent non significatifs quel que soit le motif du rachat. L'énigme de l'acheteur, qui se traduit par des rendements anormaux faibles et non significatifs pour les entreprises initiatrices d'offres publiques, ne s'explique donc pas par la dilution des gains associés aux opérations horizontales ou verticales au sein de notre échantillon.

L'étude d'événements que nous avons réalisée sur données françaises permet de compléter les résultats des études empiriques antérieures concernant l'impact patrimonial des offres publiques d'achat ou d'échange.

Nous montrons que le marché prend en compte la logique industrielle des offres publiques dans l'anticipation de leur valeur associée. En effet, seules les cibles d'offres publiques de type horizontal ou vertical présentent des rendements anormaux cumulés positifs et significatifs. Les opérations n'ayant pas pour objet le développement de l'activité de l'entreprise, soit par l'augmentation de ses capacités productives, soit par son intégration en amont ou en aval du processus de production, se traduisent par des rendements anormaux non significatifs.

Néanmoins, la prise en compte du motif industriel ne permet pas de résoudre l'énigme de l'acheteur selon laquelle les entreprises initiatrices ne semblent pas bénéficier de l'opération. En effet, les entreprises qui mettent en œuvre des opérations présentant une logique industrielle cohérente avec leur activité ne bénéficient pas davantage d'un effet d'annonce positif que les autres entreprises de notre échantillon.

Une mesure de la performance à travers les anticipations des agents possède deux avantages importants. Cette technique permet d'une part une estimation presque instantanée de la création de valeur associée, l'évaluation des gains effectivement observés nécessitant au contraire une étude sur longue période, les effets réels mettant des années à se manifester. D'autre part, la simplicité de la mesure permet d'éviter les biais d'observation rencontrés dans des études mesurant de façon certaine les gains associés. Néanmoins les résultats obtenus n'ont qu'une valeur prospective, dans la mesure où ils reposent sur des anticipations de gains.



NOTES

1. Le gouvernement d'entreprises (*Corporate Governance*), désigne « l'ensemble des procédures qui régissent le fonctionnement et le contrôle des entreprises » (Williamson, 1984).
2. Par prise de contrôle, on entend le rachat des actions de l'entreprise sur le marché financier aboutissant à un changement de propriété, pouvant se traduire par le remplacement de l'équipe dirigeante, et/ou par une réorientation stratégique de la cible. Une telle modification de la structure du capital peut s'effectuer soit par le biais d'une fusion - aboutissant soit à la disparition de la cible, soit à la création d'une nouvelle entité à partir des deux entreprises initiales - soit par celui d'une offre publique d'achat (OPA), d'une offre publique d'échange (OPE) ou d'un rachat de bloc d'actions, opérations que nous désignerons désormais sous le terme générique d'offres publiques, les deux entreprises conservant alors leur raison sociale.
3. Soulignons que le pouvoir explicatif du modèle de marché est du même ordre que celui associé à l'ajustement des rendements par la moyenne (Brown et Warner, 1980, 1985).
4. Les premières études d'événements utilisent la date effective de l'opération de changement de contrôle comme date d'événement (Mandelker, 1974 ; Ellert, 1976). Cependant, le marché réagissant dès l'annonce officielle de l'opération (Dodd et Ruback, 1977), et étant donné la difficulté de distinguer les variations de prix dues à l'annonce de l'événement de celles liées à l'événement lui-même, nous nous basons sur la date d'annonce et non sur celle de la réalisation de l'opération.
5. Soulignons que la fenêtre d'événement fait l'objet d'une définition différente pour les entreprises initiatrices et pour les entreprises cibles. Ces dernières subissent en effet une suspension de cours par la SBF dès l'annonce d'une offre publique. Leur fenêtre d'événement est donc constituée des dix jours précédant l'annonce et des dix jours suivant la date de reprise de cotation. En revanche les entreprises cibles ne font pas l'objet d'une suspension de cours. Leur fenêtre d'événement est donc constituée des dix jours précédant et par les dix jours suivant la date d'annonce.
6. On se reportera aux revues de la littérature empirique réalisées par Jensen et Ruback (1983), ainsi qu'aux travaux ultérieurs de Lang et *alii* (1989), de Stulz et *alii* (1990) et de Kaplan et Weisbach (1992) sur le marché américain, et aux études de Husson (1988) et de Charléty-Lepers et Sassenou (1994) sur le marché français.
7. Les capitalisations boursières moyennes de ces échantillons sont respectivement de 22,5 et de 7,1 millions de francs.
8. On peut supposer que le nombre de rachats de blocs de contrôle est supérieur à celui des offres publiques d'achat ou d'échange en raison de l'importance des participations croisées dans le capital des entreprises françaises sur la période considérée.

BIBLIOGRAPHIE

- BRADLEY M., DESAI A. ET KIM E., (1988), « Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division between the Stockholders of Targets and Acquiring Firms », *Journal of Financial Economics* 21, mai, pp.3-40.
- BROWN S. ET J. WARNER, (1980), « Measuring Security Price Performance », *Journal of Financial Economics*, septembre, pp.205-258.
- BROWN S. ET J. WARNER, (1985), « Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies », *Journal of Financial Economics*, mars, pp.3-32.
- CHARLÉTY-LEPERS P. ET N. SASSENOU, (1994), « L'impact patrimonial des offres publiques d'achat et d'échange : le cas français », *Revue Economique* 3, pp.625-637.
- CHAUVEAU T. ET C. PHELIZON, (2000), « OPA : Illustration du rôle disciplinaire du marché par une modélisation explicite des profits privés », *Document de travail de la Caisse des dépôts et consignations* N°2000-18/FI (61 p.).
- DODD P. ET RUBACK R., (1977), « Tender Offers and Stockholder Returns: an Empirical Analysis », *Journal of Financial Economics* 5, pp.351-374.
- ELLERT J.C., (1976), « Mergers, Antitrust Law Enforcement and Stockholder Returns », *The Journal of Finance*, volume 31, pp.715-732.

- FAMA E., L. FISHER, C. JENSEN et R. ROLL, (1969), « The Adjustment of Stock Prices to New Information », *International Economic Review* 10, pp.1-21.
- HEALY P., K. PALEPU et R. RUBACK, (1992), « Does Corporate Performance Improve after Mergers? », *Journal of Financial Economics* 31, pp.135-175.
- HUSSON B., (1988), « Les prises de contrôle sur le marché français enrichissent-elles les actionnaires ? », *Finance* 9 (2), pp.35-56.
- JENSEN M. et R. RUBACK, (1983), « The Market for Corporate Control: the Scientific Evidence », *Journal of Financial Economics* 11, pp.5-50.
- KAPLAN S. et WEISBACH M., (1992), « The Success of Acquisitions: Evidence from Divestitures », *The Journal of Finance* 47, pp.107-138
- L'ANNÉE BOURSIÈRE, exercice 1966, Paris : SBF - Bourse de Paris.
- LANG L., R. STULZ et R. WALKLING, (1989), « Managerial Performance, Tobin's Q, and the Gains from Successful Tender Offers », *Journal of Financial Economics* 24 (1), pp.137-154.
- LINTNER J., (1965) , « Security Prices, Risk, and Maximal Gain from Diversification », *The Journal of Finance*, Décembre, pp.587-615.
- MANDELKER G., (1974), « Risk and Return: the Case of Merging Firms », *Journal of Financial Economics* 1, pp.303-335.
- MOSSIN J., (1966), « Equilibrium in a Capital Asset Market », *Econometrica* 34, pp.768-785.
- PHELIZON C., (1999), « Conséquences des OPA et des OPE sur l'efficacité productive des entreprises industrielles françaises », *Lettre Economique N°107*, Caisse des dépôts et consignations (6 p.).
- PHELIZON C., (2000), *La création de richesse associée aux offres publiques : modélisation et estimation sur le marché français*, Thèse de Sciences Economiques, Université de Paris I, juillet (294 p.).
- SHARPE W. F., (1964), « Capital Asset Prices : A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk », *The Journal of Finance*, Septembre, pp.425-442.
- STULZ, WALKING et SONG, (1990), « Target Ownership Distribution and Takeover Gains », *Journal of Finance*, Juin.
- TRAVLOS N., (1987), « Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firms' Stock Returns », *The Journal of Finance* 42 (4), pp.943-963.
- WILLIAMSON O., (1984), « Corporate Governance », *Yale Law Journal* 93 (7), pp.1197-1230.