

Impact des annonces de fusions et acquisitions bancaires transfrontalières sur la richesse des actionnaires

Dr. Nacer-Eddine MOUFFOK *

nacermouffok2003@yahoo.fr

... الملخص:

يهدف هذا المقال لتحقيق هدفين أساسيين:
يتمثل الهدف الأول في قياس اثر الإعلان عن الاندماج والاستحواذ للبنوك الأوروبية العابرة للحدود على ثروة ملاك أسهم البنوك المستهدفة بالاستحواذ ككل.
أما الهدف الثاني فيتمثل في تحليل للعوامل التي تحدد أداء المصارف المستحوذة.
من بين عينة مؤلفة من 18 عمليات الإدماج والحيازة عبر الحدود بين 1997 و 2008 نجد أولاً أن العوائد الغير طبيعية إيجابية بالنسبة للبنوك المستهدفة، سلبية للبنوك المستحوذة و وبدون عائد للجميع. من ناحية أخرى، تظهر نتائجنا أن الحجم النسبي ومعدل نمو أصول البنوك المستهدفة يمكن أن تفسر أداء البنوك المستحوذة
... الكلمات المفتاحية: الاندماج والاستحواذ، الفعالية، التعاضد، إقتصاديات السلم.

معلومات عن المقال

تاريخ وصول المقال

15/02/2014

تاريخ قبول المقال

05/06/2014

تصنيف JEL

Co1, F23, F65,
G21, H21.

... Résumé

Cet article vise deux objectifs principaux. Le premier objectif est de mesurer l'impact des annonces de fusions et acquisitions bancaires transfrontalières européennes sur la richesse des actionnaires des banques cibles acquéreuses et de l'ensemble. Le deuxième objectif est l'analyse des déterminants de la performance des banques acquéreuses. Sur un échantillon de 18 fusions et acquisitions transfrontalières entre 1997 et 2008, nous trouvons d'une part que les rentabilités anormales sont positives pour les banques cibles, négatives pour les banques acquéreuses et nulles pour l'ensemble. D'autre part, nos résultats montrent que la taille relative et le taux de croissance des actifs des banques cibles peuvent expliquer la performance des banques acquéreuses.

... Mots clés : fusions et acquisitions, efficience, synergie, économie d'échelle

JEFR © 2014 Tous droits réservés

* Docteur en sciences économiques, Université Vincennes-Saint-Denis, Paris 8 / Membre du laboratoire LED- Université Vincennes-Saint-Denis.

Introduction :

A partir des années 1990, les fusions et acquisitions dans le secteur bancaire ont connu une progression spectaculaire (Berger et al. 2001). Comme dans la plupart des économies développées, le secteur bancaire européen connaît alors un vaste processus de restructuration principalement provoqué par la dérégulation, la désintermédiation, les progrès technologiques et l'intensification de la concurrence (Vander Venet, 2002). Face à ces mutations, les banques européennes, pour s'adapter et survivre, ont opté pour une stratégie de fusion et acquisition (F&A) à l'intérieur de leurs frontières nationales. Ce choix des fusions-acquisitions domestiques, était basé sur l'idée que les banques devraient d'abord se regrouper au niveau domestique avant de se lancer dans des opérations transfrontalières (Group of Ten 2001). Cependant, par rapport au secteur non financier, les fusions transfrontalières ont été moins fréquentes (Focarelli et Pozzolo, 2001). Cette rareté des F&A à l'échelle internationale est due à une augmentation des coûts de transactions liés aux barrières réglementaires, politiques aussi bien qu'aux différences de langues et de cultures (Buch et DeLong, 2001). Pourtant, depuis l'acquisition de la banque Abbey par Santander en 2004 nous assistons à une montée des F&A transfrontalières.

L'objet de cet article est de (1) déterminer les effets des annonces de F&A transfrontalières sur la richesse des actionnaires des banques cibles, acquéreuses et de l'ensemble. En d'autres termes, d'identifier les gagnants et des perdants et ensuite (2) d'analyser les facteurs qui pourraient expliquer ces gains ou pertes. Le présent document est structuré comme suit : nous exposons tout d'abord très brièvement les justifications théoriques des F&A transfrontalières avant d'expliquer la méthodologie utilisée et de présenter les résultats obtenus.

I- Les justifications des fusions et acquisitions transfrontalières :

Les justifications économiques qui sont avancées pour justifier les F&A sont, d'une part, l'obtention de gains en termes d'efficacité et, d'autre part, la recherche d'un pouvoir de marché.

A- La recherche d'une meilleure efficience :

Théoriquement, les fusions et acquisitions permettent aux firmes d'obtenir des gains d'efficience par la réduction de coûts (synergies de coûts), l'accroissement des revenus (synergies de revenus), l'échange des meilleures pratiques (best practices). La synergie est donc le phénomène par lequel le regroupement de deux activités permet d'obtenir un résultat supérieur à la somme des résultats que fourniraient les deux activités prises séparément. Supposons qu'une banque B_1 souhaite fusionner ou acquérir une banque B_2 et soit V_{B_1} la valeur de la banque B_1 et la valeur de la banque soit notée V_{B_2} alors la différence entre la valeur du nouvel ensemble V_{B_1, B_2} et la somme des valeurs des deux banques prises séparément est appelée « synergie » notée $S = V_{B_1 B_2} - (V_{B_1} + V_{B_2})$.

I- Les sources des synergies :

Les fusions et acquisitions créent des synergies si les coûts de production, d'administration et de marketing des entités fusionnées sont inférieurs à la somme des coûts des deux firmes prises séparément avant l'opération de F&A (G.Hawawini et I. Swary, 1990). Dans ce cas, les fusions et acquisitions permettent de créer de la valeur grâce aux économies d'échelle, aux économies de gamme, aux gains en termes d'efficience-X et une diversification géographique des risques.

I.I- Les économies d'échelle :

Dans une entreprise donnée, lorsque la production augmente, il existe des gains d'efficacité telle que la quantité (Q) des biens produits croît plus que proportionnellement que la quantité des inputs : les rendements d'échelle sont croissants et on se trouve en présence d'économies d'échelle. Ainsi, pour une technologie donnée, il existe des opportunités d'économies d'échelle si la courbe des coûts unitaires est décroissante avec l'augmentation de sa capacité de production. Lorsque les coûts moyens de production baissent avec l'échelle de production, on parle d'économie d'échelle. L'échelle de production, mesurée par le nombre d'unités produites et vendues correspond à la taille. Le concept de taille critique est étroitement lié à la notion d'économies. Au-delà de cette taille critique, les coûts unitaires augmentent à nouveau, pour

retrouver un régime de rendements décroissants classique. Les coûts de production diminuent lorsque l'échelle de production augmente en raison de l'existence des coûts fixes indépendants des quantités produites et vendues. En revanche, lorsque la production Q augmente moins proportionnellement que les facteurs, on se trouve en présence de dés-économies d'échelles. Dans les cas d'une banque acquéreuse, les dirigeants de cette dernière peuvent améliorer la performance de la cible en dynamisant ses savoir-faire commerciaux et en améliorant le développement de nouveaux produits. La possibilité de réaliser des économies d'échelle conduit alors la banque à rechercher la taille optimale qui représente un niveau pour lequel la banque minimise ses coûts.

Cependant les résultats des études empiriques sur les économies d'échelles sont plutôt mitigés. Aux Etats-Unis, les études de Berger et al. (1993), Humphrey (1990); Mester (1987) montrent que les banques de taille moyenne ont de meilleures performances comparées aux banques de grande taille pour qui les coûts moyens demeurent constants et les économies d'échelle sont inexistantes. Hawawini et Swary (1990) trouvent que plus la cible est de petite taille plus la performance de la banque acquéreuse est importante, Hannan et Pillof (2007) attestent que les banques de petite taille sont plus susceptibles d'être cible d'une acquisition. En Europe, Altunbas et Molyneux (1996); Altunbas et al. (2001); Dietsch (1993) ont montré l'existence d'économies d'échelles potentielles pour les banques de moins de 200 millions de dollars d'actifs (banques de petite taille) et celles qui ont une taille moyenne compris entre 1 et 5 milliard de dollars d'actifs (grandes banques). Vander Venet (1994, 1996) montre des déséconomies d'échelles significatives pour les actifs supérieurs à 3 milliards de dollars et des opportunités d'efficience pour les établissements dont la taille est inférieure à 1 milliards de dollars. En plus des économies d'échelle, les synergies peuvent provenir des économies de gamme.

1.2- Les économies de gamme :

Théoriquement les économies d'envergure peuvent s'obtenir si les coûts de production quantités de deux ou plusieurs produits au sein d'une même banque s'avèrent inférieurs à la somme des coûts nécessaires pour produire les mêmes quantités dans deux ou plusieurs firmes séparément grâce à une meilleure utilisation des facteurs de production. Les opérations de F&A

transfrontalières peuvent constituer une source non négligeable de synergies grâce à aux stratégies de «cross selling¹» visant à accroître le revenu par diversification. Il s'agit d'exploiter les économies de gamme induites par l'élargissement de l'envergure des services offerts par la banque. Les économies de gamme peuvent concerner des opérations de F&A d'entités complémentaires dont le regroupement permet d'offrir à une base de clientèle élargie une gamme de services, grâce à des synergies entre métiers. De même, il y a intuitivement des économies d'envergure potentielles suite à la fusion entre une banque de dépôts et une banque d'investissement : la première dispose de la base de clientèle et du réseau de succursales pour diffuser les titres ; la seconde a la clientèle d'entreprises et le savoir-faire pour répondre à leurs besoins financiers en émettant des titres négociables. Les F&A transfrontalières permettent également des gains d'efficience-X par la réorganisation plus efficace des méthodes de travail et des compétences.

I.3- L'efficience-X :

Le concept d'efficience-X, introduit par Liebenstein (1966), est basé sur l'idée que les organisations n'exploitent pas leurs ressources de façon optimale. L'efficience-X mesure la qualité de gestion des institutions financières en termes de coûts et de profits par comparaison à celles qui sont considérées comme les meilleures. Théoriquement le fait d'acquérir une banque qui a une inefficience-X peut constituer une source de création de valeur car il « suffirait » de remplacer les dirigeants par ceux de la banque acquéreuse. Cependant les résultats empiriques sont divergents. Akharein, Berger et Humphrey (1997) en utilisant la fonction d'efficience profit attestent d'une augmentation significative (16%) dans l'efficience de profit des entités fusionnées. De leur côté Berger et Hannan (1994) ont démontré que les banques qui opèrent dans des marchés plus concentrés ont un faible degré d'efficience. Allen et Rai (1996) ont montré un degré d'inefficience de 25% des banques européennes. Par contre pour Allen et Rai (1996) les petites banques sont plus efficaces que les banques de grande taille. Dietsch et Weil (1998) en utilisant un échantillon de 661 banques commerciales et d'épargne étudient l'évolution de l'efficience sur la période 1992-1996

concluent qu'il n'existe pas d'effet de taille en matière d'efficience coût ou profit.

I.4- La diversification géographique des risques :

La théorie du portefeuille développée par Markowitz (1952)², Sharpe (1964) et Linthner (1965) suppose que l'investisseur a une aversion au risque et démontre que la diversification internationale permet d'éliminer les risques systématiques provenant des placements limités au marché domestique (Solnik 1974). De ce point de vue, les F&A transfrontalières permettraient aux banques de diversifier géographiquement son portefeuille de prêt. En d'autres termes, l'acquisition d'un titre étranger réduirait le risque pour un niveau donné de rendement ou augmenterait le rendement espéré pour un niveau donné de risque. En outre, les acquisitions transfrontalières diminueraient l'exposition des banques aux conditions économiques locales notamment le risque de taux d'intérêt et le risque de crédit entre autre et sans doute leur risque de faillite. Cependant Amihud, DeLong, et Saunders (2003) trouvent les F&A transfrontalières ne réduisent pas le risque lorsque les banques adoptent une stratégie de diversification géographique. Les études de Demsetz et Strahan, (1997) montrent la recherche d'une accrue d'une rentabilité encourage à des prises de risques plus élevées qui annulent les éventuels gains de diversification.

Un autre objectif recherché par les fusions et acquisitions transfrontalières est la recherche d'un pouvoir de marché.

2- L'hypothèse du pouvoir de marché :

Le pouvoir de marché se définit comme la capacité à fixer les prix sur un marché. Il peut résulter en particulier, d'une position dominante, voire d'un monopole en termes de parts de marchés. Théoriquement une banque dispose d'un pouvoir de marché lorsqu'elle a la capacité de fixer les prix de ses prestations sur un marché donné. La banque en tirant les prix à la baisse, peut éliminer ses concurrents dans la perspective d'augmenter les tarifs de ses prestations une fois qu'elle aura renforcé sa situation de monopole. Les F&A peuvent conduire à la réduction du nombre de banques concurrentes, accroître le degré de la concentration et d'augmenter ses marges au détriment des

consommateurs. Les résultats en termes de pouvoir de marché sont très mitigés. Les études empiriques sur le pouvoir de marché ont montré des résultats très contrastés. Berger, Demsetz et Strahan (1999) ont fait une revue de la littérature concernant les fusions et acquisitions dans l'industrie des services financiers. Pour ces auteurs, les F&A améliorent le pouvoir de marché et plus particulièrement dans le cas des fusions et acquisitions domestiques. Cependant, selon les études de Hannan (1997) et Radecki (1998) la corrélation entre le niveau de concentration et pouvoir de marché devrait être relativisée. En effet, la réduction du pouvoir de marché serait attribuée au décloisonnement croissant des marchés qui aurait encouragé l'entrée de nouveaux concurrents. En outre, l'apparition de la banque en ligne (e-banking) a rendu moins pertinente la notion du marché domestique. Ainsi, la création de valeur par l'accroissement d'un pouvoir de marché semblerait davantage expliquer les opérations au niveau local et au sein d'un même secteur d'activité (surtout la banque de détail). Hartmann et al. (2007) prouvent empiriquement qu'une concentration excessive du secteur bancaire nuit à l'efficacité du processus d'allocation du capital dans les pays développés. Un résultat intéressant est que la consolidation bancaire, à travers les opérations de F&A, affecte négativement l'offre de crédit. En particulier la probabilité que la relation entre la banque et ses emprunteurs soit rompue augmente après une telle opération (Karciski et al, 2005). Kwast et al. (2002) montrent en effet que les vagues de consolidation bancaire aux Etats-Unis ont contribué à accroître de manière significative les interconnexions entre les institutions financières et, par conséquent, la vulnérabilité du système financier au risque de contagion.

Après avoir présenté les justifications économiques des fusions et acquisitions nous allons maintenant à la présentation de la méthodologie utilisée.

II- Les données et la méthodologie :

Dans cette section nous allons présenter les sources de nos données et exposer la méthodologie utilisée.

A- Les sources des données et la sélection de notre échantillon :

Notre étude empirique porte sur un échantillon de trente-huit banques européennes dont dix-huit banques cibles et vingt banques acquéreuses qui ont été publiées sur THOMSON One Banker³.

Les critères de sélection de notre échantillon sont :

- la période d'étude s'étale du 1^{er} janvier 1997 à 31 décembre 2008 ;
- les banques acquéreuses détiennent plus de 50% des actions de la cible ;
- les dates d'annonce sont connues avec précision et correspondent à celles publiées sur THOMSON One Banker.
- les cours journaliers ainsi que l'indice de marché (Dow Jones Stoxx 50) sont extraits de la base de données DATASTREAM.

Après avoir expliqué les sources de nos données et les modalités de sélection de notre échantillon nous allons exposer la méthodologie.

B- La méthodologie :

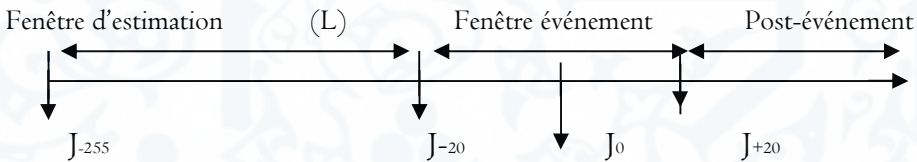
Dans cette section nous avons d'une part cherché à déterminer l'effet d'annonce des F&A transfrontalières sur la richesse des actionnaires des banques cibles, acquéreuses et (banques cibles+ banques acquéreuses) grâce à la méthodologie des études d'événement et d'autre part tester un certain nombre de variables qui pourraient avoir une influence sur la performance des banques acquéreuses.

I- La méthodologie des études d'événement :

La technique d'étude d'événement proposée par Fama, Jensen et Roll (1969) permet d'étudier la réaction des cours des actions suite à l'annonce d'un événement. En d'autres termes, les études d'événement consistent à vérifier, de façon empirique l'impact d'un événement économique ou financier sur le cours de actions d'une entreprise, durant une période donnée, en comparant le rendement effectivement observé sur cette période, avec le rendement normal en l'absence d'événement. L'écart constaté, appelé rendement anormal, représente la mesure de l'impact de l'événement sur le cours de l'action durant cette période.

1.1- Le calcul des rentabilités anormales (AR) et des rentabilités anormales cumulées (CAR)⁴

Les travaux sur les études d'événement permettent de vérifier si l'annonce est susceptible de créer de la valeur sous forme de rendements boursiers anormaux cumulés à la fois pour les actionnaires de la cible, et pour ceux de la société acquéreuse et pour ceux des deux entités combinées. Les rentabilités ont été estimées sur une période allant 255 jours à 19 jours avant la fenêtre événement.



La période d'étude s'étend du 20^{ième} jour précédant la date d'annonce au 20^{ième} jour suivant (l'intervalle de temps unitaire retenu pour l'étude est ici la journée afin de visualiser avec plus de précision le jour où l'annonce produit ses effets. Nous avons aussi mesuré l'impact sur une période de 41 jours de bourse afin de mesurer l'effet d'annonce.

Si on définit R_{ij} comme la rentabilité observée du titre i au jour j et que $E(R_{ij})$ soit la rentabilité estimée du titre i au jour j où la rentabilité attendue si l'opération de F&A n'était pas annoncée. Le mouvement dans les prix qui peut être attribué à l'annonce est la différence entre R_{ij} et $E(R_{ij})$. Cette différence est la rentabilité inattendue ou rentabilité anormale (ε_{ij}) et on peut écrire :

$$\text{Equation I : } \varepsilon_{ij} = R_{ij} - E(R_{ij})$$

Plusieurs techniques statistiques ont été suggérées pour déterminer les rentabilités anormales, La technique la plus connue est celle du modèle de marché proposé par Fama et al. (1969) et Fama (1976) décrite comme suit :

$$\text{Equation 2 : } R_{ij} = \alpha_i + \beta_i R_{mj} + \varepsilon_{ij} ; \text{ Sachant que : } i = 1 \dots n \text{ et } j = 1 \dots w$$

R_{ij} = Rentabilité du titre i au jour j

et

R_{mj} = Rentabilité du marché au jour j

Le modèle de marché qui est donnée dans l'équation (2) décompose la rentabilité totale d'un titre en deux composantes : une composante du marché et une composante spécifique à la firme. Par conséquent, les facteurs qui influencent les cours des actions sont de deux types : le mouvement général du marché et les variations des cours spécifiques aux firmes causées par des événements spécifiques aux firmes. Le risque total des taux de rentabilités des titres d'une banque peut être mesuré variance. Rappelons que le risque total d'un portefeuille comprend deux éléments: le risque systématique (le marché) et le risque non systématique ou diversifiable. La décomposition du risqué total suivant le modèle de marché nous permet d'avoir l'égalité suivante :

**Risque total = Risque systématique (ou risque non diversifiable)
+ Risque spécifique (ou risque diversifiable)**

A partir de l'équation (1) on peut déterminer la variance ou la volatilité des taux de rentabilité, on obtient :

$$\sigma^2(R_{it}) = \beta_i^2 \sigma^2(R_{mt}) + \sigma^2(\varepsilon_{it}) \quad (2) \text{ en d'autres termes,}$$

$$Var(R_{it}) = Var(\beta_i R_{mt}) + Var(\varepsilon_{it})$$

Le risque non systématique peut être diversifié contrairement au risque systématique qui ne peut être diversifié. Le coefficient beta du titre est une mesure de la rentabilité de cette action par rapport au mouvement général du marché. Il est défini comme la covariance des rentabilités des titres avec celles du marché divisée par la variance de la rentabilité du marché.

$$\beta_i = \frac{cov(R_{ij}, R_{mj})}{Var(R_{mj})}$$

α_i est l'ordonnée à l'origine de la droite de régression.

$$\text{Equation 3 : } \alpha_i = R_{ij} - \beta_i R_{mj}$$

Les résidus suivent une loi normale de moyenne nulle et de variance σ^2

$$\begin{aligned}\varepsilon_{ij} &\rightarrow N(0, \sigma^2); E(\varepsilon_{ij}) = 0; Var(\varepsilon_{ij}) = \sigma_{ij}^2; \\ Cov(\varepsilon_{ij}, \varepsilon_{lk}) &= 0 \quad \forall i \neq j \text{ et } \forall l \neq k \\ Cov(\varepsilon_{ij}, R_{mj}) &= 0 \quad \text{pour tout } j\end{aligned}$$

Pour estimer les paramètres $\hat{\alpha}_i$ et $\hat{\beta}_i$ pour chaque titre de notre échantillon, nous avons fait une régression des R_{ij} sur les R_{mj} (235 taux de rentabilités journalières, commençant 255^{ème} jour avant l'annonce et terminant 19^{ème} jour avant l'annonce). Les rentabilités anormales sont obtenues en faisant la différence entre les rentabilités observées de la banque i au jour j et les rentabilités attendues c'est-à-dire celles qui sont générées par le modèle de marché. Les rentabilités anormales sont obtenues en utilisant les paramètres estimés ($\hat{\alpha}_i$ et $\hat{\beta}_i$) on peut écrire l'équation suivante :

$$\text{Equation 4: } \varepsilon_{ij} = R_{ij} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mj})$$

En faisant la moyenne des résidus, nous avons obtenu la rentabilité anormale moyenne (AR) qui permet de mesurer l'impact de l'événement au jour j est donnée par l'équation 5.

$$\text{Equation (5) : } AR_j = \bar{\varepsilon}_j = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^n \varepsilon_{ij}$$

avec $j = -20, -19, \dots, 0, \dots, +19, +20$ N désignant le nombre de titres

En cumulant les rentabilités anormales moyennes nous obtenons les rentabilités anormales moyennes cumulées (CAR) qui permettent de mesurer l'effet global de l'annonce. Les rentabilités anormales cumulées sont calculées dans l'équation suivante :

$$\text{Equation (6) : } CAR [J_1, J_2] = \sum_{j=J_1}^{J_2} AR_j$$

Pour déterminer la création ou la destruction de valeur pour l'entité combinée (cible+ acquéreuse) nous avons utilisé la formule de l'équation 7 proposée Houston et Ryngaert (1994) puis Cybbo et Murgia (2000).

$$\text{Equation (7): } CAR^{Total} = \frac{CAR^{Target} \cdot MV^{Target} + CAR^{Acquirer} \cdot MV^{Acquirer}}{MV^{Target} + MV^{Acquirer}}$$

MV= Valeur de marché des actions de l'acquéreur ou de la cible un mois avant la date d'annonce.

1.2- Les tests des significativité des rentabilités anormales (CAR) et des rentabilités anormales cumulées (CAR)⁵ :

Selon Brown et Warner (1980, 1985), la non-normalité des rentabilités quotidiennes n'a pas d'impact évident sur la méthodologie des études d'événement. Bien que les rendements anormaux journaliers, ne respectent pas l'hypothèse de normalité, la rentabilité anormale moyenne converge vers une loi normale lorsque le nombre de titre dans l'échantillon augmentent. Pour prendre en compte, la dépendance des rentabilités anormales moyennes des différentes firmes, dans la fenêtre événement, Brown et Warner (1980) suggèrent l'écart-type des rentabilités anormales moyennes devrait être déterminé à partir de la période d'estimation. Pour tester la significativité des rentabilités anormales nous avons utilisé la technique des rentabilités anormales standardisées (SAR) proposées par Patell (1976) et Dodd et Warner (1983) dans laquelle chaque rentabilité anormale est normalisée par son écart-type dans la période d'estimation. Pour tester la significativité des rentabilités anormales et des rentabilités anormales cumulées, nous calculons d'abord pour chaque titre et chaque jour, une rentabilité anormale standardisées (SR_{ij}) comme suit :

$$\text{Equation (7): } SR_{ij} = \frac{\hat{\varepsilon}_{ij}}{\sigma_i} \text{ avec: } \sigma_i = \sqrt{\frac{1}{L-1} \sum_{j=1}^L \hat{\varepsilon}_{ij}^2}$$

Notons que « L » étant le nombre d'observations de la fenêtre d'estimation, les SR_{ij} sont des variables aléatoires indépendantes et identiquement distribuées. Avec un échantillon composé de n titres nous pouvons déterminer les rentabilités anormales moyennes standardisées (ASR_t) pour chacun des 41 jours de la fenêtre événement :

$$\text{Equation 8: } ASR_j = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n SR_{ij}$$

$$j = -20, -19, \dots, 0, \dots, +19, +20$$

Le Z-statistique proposé par Dodd et Warner (1983) pour tester la significativité des rentabilités anormales (AR) est :

$$\text{Equation 9 : } Z = \sqrt{n} * ASR_j$$

Pour tester la significativité des rentabilités anormales cumulées (CAR), nous allons utiliser l'équation suivante :

$$\text{Equation 10 : } Z = \left(\frac{n}{J_2 - J_1 + 1} \right)^{\frac{1}{2}} * \sum_{j_1}^{j_2} ASR_j$$

Les hypothèses de l'étude sont les suivantes : $\begin{cases} H_0: AR = 0 \\ H_1: AR \neq 0 \end{cases}$

Si la statistique est supérieure à sa valeur critique, on rejette H_0 : la rentabilité anormale est significative. Par contre, si la statistique est inférieure à sa valeur, on accepte H_0 : la rentabilité anormale n'est pas significative et il n'y a donc pas de différence entre la rentabilité théorique et la rentabilité réelle constatée. La même procédure est utilisée pour tester la significativité des rentabilités anormales cumulées.

2- Choix des variables explicatives des rentabilités anormales cumulées et formulation des hypothèses :

Dans cette nous avons sélectionné un certains nombre des variables des banques cibles qui pourraient avoir une influence sur la performance des banques acquéreuses. Notre modèle de régression, présenté dans l'équation (II) s'inspire de celui de Larry L. Wall et Benton E. Gup (1989). L'objectif est de déterminer les variables explicatives des rentabilités anormales standardisées cumulées des banques acquéreuses.

Equation (II) :

$$CASR_{jq} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{NI_{Tj}}{TA_{Tj}} + \alpha_2 \frac{NI_{Tj}}{TCE_{Tj}} + \alpha_3 G_{Tj} + \alpha_4 \frac{TA_{Tj}}{TA_{Aj}} + \alpha_5 P_{Tj} + \varepsilon_j$$

Où :

$q \in [-20, 20]$

NI_{Tj} = Résultat net de la cible j un an avant la date d'annonce

TCE_{Tj} = Capitaux propres de la cible j un an avant la date d'annonce

TA_{Aj} = L'actif total de l'acquéreur j un an avant la date d'annonce

G_{Tj} = Taux de croissance des actifs de la banque cible j durant les trois dernières années

P_{Tj} = Ratio entre le prix offert et la valeur comptable de la cible j

$\alpha_0, \alpha_1, \alpha_2, \alpha_3, \alpha_4, \alpha_5$ sont des coefficients.

Le modèle économétrique (II) peut être réécrit comme suit :

Equation (I2) :

$$CASR_{jt} = \alpha_0 + \alpha_1 ROA_{Tj} + \alpha_2 ROE_{Tj} + \alpha_3 G_{Tj} + \alpha_4 RTAILLE_{Tj} + \alpha_5 P_{Tj} + \varepsilon_j$$

- 1) ROA_{Tj} est le rapport entre le résultat net (NI_{Tj}) et l'actif total (TA_{Tj}) de la banque cible. Le return on asset permet de comparer le résultat global engendré par l'activité de la banque et l'actif mis en œuvre par cette dernière afin d'atteindre ce résultat : il mesure l'efficacité à laquelle la banque utilise ses actifs. Focarelli et Pozzolo (2001) trouvent que les banques qui se trouvent dans des pays où les systèmes bancaires sont efficaces (ROA et ROE élevés) ont tendance à s'engager dans des opérations de fusions et acquisitions transfrontalières. Par ailleurs, ces mêmes banques s'installent dans des pays où les systèmes bancaires sont inefficaces (faibles ROE ou ROA). Dans notre modèle économétrique le coefficient associé à la variable **ROA** est supposé prendre un signe négatif.

Hypothèse I : Les rentabilités anormales cumulées des banques acquéreuses diminuent si le ROA des banques cibles augmente et inversement.

- 2) ROE_{Tj} mesure le résultat net dégagé par la banque cible (NI_{Tj}) rapporté à la taille de ses capitaux propres (TCE_{Tj}). La rentabilité des capitaux propres (ROE) permet de mesurer le taux de profit c'est-à-dire la valorisation des

capitaux apportés par les actionnaires. On s'attend à ce que le coefficient associé à cette variable explicative soit négatif.

Hypothèse 2: Les rentabilités anormales cumulées des banques acquéreuses diminuent si le ROE des banques cibles augmente et inversement.

3) G_{Tj} mesure le taux de croissance des actifs des banques cibles durant les trois dernières années avant l'annonce. Moore (1989) affirme que les banques cibles qui ont faibles taux de croissance peuvent devenir des cibles idéales pour les banques acquéreuses qui cherchent à améliorer le taux de croissance de la banque cible. Hannan et Rhodes (1987) trouvent une relation positive entre le risque d'acquisition et le taux de croissance des actifs de la banque cible. Le coefficient associé à la variable **GT** est supposé prendre un signe positif.

Hypothèse 3 : Les rentabilités anormales cumulées des banques acquéreuses augmentent avec le taux de croissance des actifs des banques cibles durant les trois dernières années.

4) $RTAILLE_{Tj}$ c'est le ratio actif total de la banque cible (**TA_{Tj}**) sur celui de la banque acquéreuse (**TA_{Aj}**). La taille relative peut être une variable significative dans la création d'un pouvoir de monopole et une source potentielle d'économies d'échelles. Dans notre régression le coefficient associé à cette variable **RTAILLE** est négatif.

Hypothèse 4 : Les rentabilités anormales cumulées des banques acquéreuses diminuent lorsque la taille de la banque cible augmente et inversement.

5) P_{Tj} est le ratio entre la valeur d'acquisition et valeur comptable de la cible. Selon Roll (1986, 1989), les dirigeants des banques acquéreuses préfèrent proposer un prix trop élevé par rapport à la valeur réelle de la cible car ils réalisent très peu d'opérations de cette envergure durant leur carrière. L'orgueil des dirigeants pousse ces derniers à proposer des prix trop élevés ce qui aboutit à une destruction de valeur. Dans notre modèle, le coefficient associé à cette variable **P_{Tj}** est négatif.

Hypothèse5: Les rentabilités anormales standardisées cumulées des banques acquéreuses diminuent si le Prix offert augmente et inversement.

Enfin, pour déterminer si les rentabilités anormales et les rentabilités anormales cumulées sont significatives nous avons procédé à des tests. Les régressions sont effectuées avec le logiciel SPSS.

III- Tests empiriques et résultats :

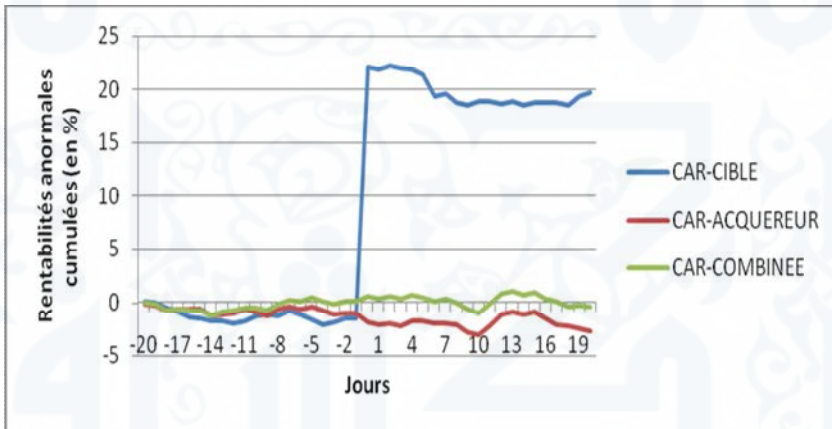
Dans cette partie nous allons mesurer les effets des annonces des F&A transfrontalières sur la richesse des banques cibles, acquéreuses et de l'entité combinée et ensuite déterminer les variables qui expliquent les rentabilités anormales cumulées des banques acquéreuses.

I- Les effets des F&A transfrontalières sur la richesse des actionnaires :

Le graphique I et le tableau I montrent qu'au jour de l'annonce les banques cibles gagnent 22,245% (significatif à 1%), les banques acquéreuses qui perdent 0,9167% (significatif à 1%), et l'entité combinée (cibles + acquéreur) enregistre une perte non significative de 0,389%.

Graphique I :

Evolutions des rentabilités anormales cumulées (CAR) des banques cibles, acquéreuses et combinées (banques cibles + banques acquéreuses)



Source : D'après HERNANDO, NIETO, M.J., WALL, L. D (2008) «Determinants of domestic and cross-border bank acquisitions in the European Union» *Journal of Banking and Finance*.

En examinant les rentabilités anormales cumulées des banques acquéreuses, cibles et de l'entité combinée, nous constatons que la perte la plus importante est de 2,64% (significative à 1%) est enregistrée sur l'intervalle $[-10, +10]$ par les banques acquéreuses. Cependant les banques cibles enregistrent le gain le plus important (23,92% significative à 1%) est

constaté sur la fenêtre $[-2, 0]$. Enfin, l'entité combinée n'enregistre ni gain ni perte significative (voir tableau I).

Le tableau I regroupe les résultats de nos calculs sur l'impact des annonces des F&A transfrontalières sur la richesse des actionnaires des banques cibles, acquéreuses et de l'entité combinée.

Tableau I :

Evolutions des rentabilités anormales (AR) et des rentabilités anormales cumulées (CAR) selon différents fenêtres événements

Fenêtre	BANQUES ACQUEREUSES		BANQUES CIBLES		BANQUES COMBINEES	
	CAR %	Z-test	CAR %	Z-test	CAR %	Z-test
$[-20,0]$	-0,5151	-0,515	-1,4476	-1,3733	0,1137	0,10789
$[-10,0]$	-0,0817	-0,115	0,2319	0,31120	0,60626	0,83568
$[-5,0]$	-1,27689**	-2,331	23,186***	40,1599	0,00234	0,00458
$[-2,0]$	-0,97248**	-2,519	23,9295***	58,6152	0,34199	1,05410
$[-1,0]$	-0,936418***	-2,963	23,5796***	70,7388	0,52338	1,61318
$[0]$	-0,994189***	-4,555	23,5055***	99,7258	0,418546	0,09865
$[-1,1]$	-0,94048**	-2,428	23,3670***	57,2373	0,34542	0,86930
$[-2,2]$	-0,923798*	-1,847	24,0883***	46,9568	0,79321	1,54625
$[-5,5]$	-1,12031	-1,510	22,4881***	28,7669	0,26996	0,35480
$[-10,10]$	-2,641441***	-2,577	20,5083***	19,5073	-0,49042	-0,4664
$[-20,20]$	-2,66322*	-1,860	19,656***	13,0241	-0,378841	-0,2510

Source : Calculs personnels d'après des données du site officiel de la Banque France (<http://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/changes-et-taux.html>)

***significatif à 1% ; ** significatif à 5% ; * significatif à 10%

Les résultats de nos recherches montrent que les F&A bancaires transfrontalières créent de la valeur pour les actionnaires des banques cibles. Ce résultat va dans le sens des études empiriques similaires et plus particulièrement celles de Tourani-Rad et Van Beek (1999), Cybo- Ottone et Murgia (2000) et Beitel et Schiereck (2001). Notre étude est en accord avec la plupart des études américaines en particulier ceux de Houston et Ryngaert (1994), Hawawini, Swary (1990), Becher (2000), Toyne, Tripp (1998) qui trouvent que les F&A dans l'industrie bancaire américaine ne créent pas de valeur pour les banques acquéreuses. Dans la section qui suit nous allons identifier les variables pertinentes qui pourraient déterminer les rentabilités anormales des banques acquéreuses (voir tableau I). Cependant dans le cas de l'entité combinée et des banques acquéreuses nos résultats divergent avec ceux de Cybo- Ottone et Murgia (2000) qui trouvent une création de valeur non significative pour les banques acquéreuses et significative pour les entités combinées.

Les rentabilités anormales cumulées sont estimées dans les fenêtres événement suivant : $[-20, 0]$, $[0]$, $[-1, 1]$, $[-2, 2]$, $[-5, 5]$, $[-10, 10]$ et $[-20, 20]$. Les résultats de nos régressions de l'équation 12 sont résumés au niveau du tableau 3.

Tableau 2 :

**Estimation des rentabilités anormales cumulées standardisées des banques
acquéreuses**

Variables explicatives	[-20, 0]	[0]	[-1,1]	[-2,2]	[-5,5]	[-10,10]	[-20,20]
ROE	0,056 (0,212)	-0,221 (-0,766)	-0,173 (-0,589)	-0,163 (-0,580)	-0,131 (-0,416)	0,336 (1,304)	-0,095 (-0,354)
ROA	-0,563* (-2,232)	0,565* (-2,055)	-0,430 (-1,533)	-0,288 (-1,072)	-0,196 (-0,654)	-0,340 (-1,384)	-0,153 (-0,599)
G	0,639** (2,696)	0,493* (1,907)	0,574* (2,175)	0,569* (2,254)	0,352 (1,248)	-0,063 (-0,271)	0,512* (2,127)
RTAILLE	-0,362 (-1,666)	-0,341 (-1,436)	-0,267 (-1,103)	-0,408 (-1,761)	-0,100 (-0,388)	-0,755*** (-3,566)	-0,510** (-2,309)
p	-0,283 (-1,175)	-0,295 (-1,120)	-0,302 (-1,126)	-0,354 (-1,377)	-0,462 (-1,609)	-0,597** (-2,545)	-0,358 (-1,461)
(Constant)	2,258* (0,396)	0,826 (0,422)	0,579 (0,238)	1,874 (0,713)	3,848 (0,965)	8,562* (2,147)	3,576 (0,745)
R²	0,563	0,480	0,458	0,504	0,381	0,586	0,548
F-Statistic	3,088* (0,051)	2,213 (0,120)	2,031 (0,146)	2,440* (0,095)	1,479 (0,267)	3,394** (0,038)	2,914* (0,060)

Source : Calculs personnels d'après des données du site officiel de la Banque de France

(<http://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/changes-et-taux.html>)

Les résultats économétriques de la régression de l'équation (12) montrent d'une part que la relation entre la taille relative et la performance des banques acquéreuses est négative et significative au seuil de 5%. Le coefficient estimé est de -5,10 et la valeur du t-stat est de -2,309. Par conséquent, la taille peut être considérée comme une variable pouvant expliquer les performances des banques acquéreuses. D'autre part, le coefficient associé au taux de croissance des actifs durant les trois dernières années est positif et significatif au seuil de 10% : le taux de croissance des actifs des banques cibles peut être considéré comme variable explicative. Les hypothèses 3 et 4 sont donc acceptées. S'agissant du ROE, du ROA et du prix payé leurs coefficients estimés ne sont pas significatifs, les variables sous-jacentes ne peuvent expliquer les rentabilités anormales cumulées des banques acquéreuses. Par conséquent les hypothèses 1, 2 et 5 sont rejetées. Par conséquent, nous pouvons affirmer que les banques acquéreuses sous évaluent la taille de leur cible et surévaluent leur perspective de croissance.

Conclusion :

Dans ce papier nous avons analysé d'une part l'effet des annonces de F&A transfrontalières bancaires sur la richesse des actionnaire des banques (cibles, acquéreuses et l'entité combinée) et d'autre part nous avons déterminé les variables qui pourraient expliquer les rentabilités anormales cumulées des banques acquéreuses sur la base d'un échantillon de 18 fusions et acquisitions transfrontalières entre le 1^{er} janvier 1997 et 31 décembre 2008. A cette fin, nous avons utilisé la méthodologie des études d'événements

Nos analyses sur les rentabilités anormales moyennes cumulées montrent des similitudes avec les résultats obtenus dans le cas des banques américaines et européennes. D'une manière générale, les rentabilités anormales des banques cibles sont positives, ce qui implique le marché perçoit les F&A bancaires transfrontalières comme créatrices de valeur pour les actionnaires des banques acquises. Par ailleurs, les rentabilités anormales des banques acquéreuses sont négatives ce qui implique que les F&A transfrontalières sont perçues par le marché comme destructrices de valeur pour les actionnaires des banques acquéreuses. Enfin les rentabilités anormales cumulées des banques combinées ont nulles ce qui implique que les F&A transfrontalières ne créent pas de synergies. Nous avons trouvé que les variables qui expliquent les rentabilités anormales cumulées des banques acquéreuses sont la taille relative et le taux de croissance de leurs actifs des banques cibles.

Cependant, de nombreuses interrogations demeurent quant à la logique économique poursuivie par les acquéreurs. La question qui se pose naturellement à nous est de savoir pourquoi les dirigeants continuent ils à adopter des stratégies de fusions acquisitions transfrontalières si ces dernières ne créent pas de valeur pour leurs actionnaires? Une partie de la réponse serait que les véritables motivations des F&A transfrontalières ne trouveraient pas dans une logique de création de valeur à court terme mais devraient être recherchées dans la volonté des dirigeants d'agrandir la taille de leur banque afin de pouvoir bénéficier du « Too Big To Fail ». Cette étude devrait être complétée en incluant un certain nombre de variables le type de paiement de la transaction (cash/titres), le degré de concentration du marché de la banque cible.

Références :

I- Bibliographie :

AKHAVEIN, J.D., BERGER, A.N. HUMPHREY, D .B. (1997), « *The effects of Bank megamergers on efficiency and prices: evidence from a bank profit function*», Review of Industrial Organization, 12, 95-139.

ALTUNBAS, Y., GARDENER E.P. MOLYNEUX P., (1996), « *Economies of scale, cost subadditivity and X-efficiencies in European banking*», mimeo, University College of North Wales, Bangor.

ALTUNBAS Y., GARDENER E.P., MOLYNEUX P., MOORE B. (2001) , «*Efficiency in European Banking* » European Economic Review, 45, p.1931- 1955

AMIHUD, Y., DODD. P, WEINSTEIN, M., (1986), « *Conglomerate mergers, managerial motives and stockholder wealth*», Journal of Banking and Finance, 10, 401-410

BECHER, D.A. (2000) «*The valuation effects of bank mergers*», Journal of Corporate Finance, Vol. 6, pp.189-214.

BEITEL, P., SCHIERECK, D. (2001) « *Value creation at the ongoing consolidation of the European banking market*». Working paper 05/01, University Rome, December 5-7, 2001

BEITEL, P., SCHIERECK, D.; WAHRENBURG, M.; (2003), « Explaining the M&A-success in European bank mergers and acquisition»

BERGER A. N. HANWECK G. H. ET HUMPHREY D. B. (1987) « *Competitive Viability in Banking* » Journal of Monetary Economics, vol 20, p. 501-520.

BERGER A.N. ET HUMPHREY D.B. (1991) « *The Dominance of Inefficiencies Over Scale and Product Mix Economies in Banking* » Journal of Monetary Economics, vol. 28, p. 117-148

BROWN, S., WARNER, J. (1980) « *Measuring security price performance*». Journal of Financial Economics, 8, pp. 205 - 258.

BROWN, S., WARNER, J. (1985) « *Using daily stock returns: The case of event studies* » Journal of Financial Economics, 14, pp. 3 - 31.

CORNETT M., HOVAKIMIAN G. PALIA D., TEHRANIAN H. (2003) «*The Impact of the Manager–Shareholder Conflict on Acquiring Bank Returns*» Journal of Banking and Finance, 27, p.103–131

- CYBO-OTTONE A., MURGIA M. (2000) « *Mergers and Shareholder Wealth in European Banking* » Journal of Banking and Finance, 24, p. 831-859.
- DIETSCH, M.; WEILL, L. (2001) « *Improvement of cost and profit efficiency in the European banking industry* » The Research and Banking Finance (Ed.I. Hassan and W. Hunter), Vol I, Amsterdam: Elsevier.
- DELONG G. L. (2001) « *Stockholder Gains From Focusing Versus Diversifying Bank Mergers* » Journal of Financial Economics, 59, p. 221- 252
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2000) « *Mergers and acquisitions involving in EU Banking Industry-Facts and implications* » ECB publication, December 2000
- FOCARELLI, D.; POZZOLO, A. F. (2001): « *The patterns of cross-border bank mergers and shareholdings in OECD countries* », Journal of Banking and Finance, Vol. 25, pp. 2305-2337.
- GROUP OF TEN (2001) « *Report on consolidation in financial sector* » BIS, Jan.
- HANNAN, T.H.; RHOADES, S.A. (1987) « *Acquisition targets and motives: The case of the banking industry* », The Review of Economics and Statistics, Vol. 69, N.I, pp. 67-74.
- HARTMANN P., MANNA, M. (2001): « *The Microstructure of the Euro Money Market* », Journal of International Money and Finance, 20, 895-948
- HERNANDO, NIETO, M.J., WALL. L. D (2008) « *Determinants of domestic and cross-border bank acquisitions in the European Union* » Journal of Banking and Finance
- HAWAWINI, G.A., SWARY, I. (1990): « *Mergers and acquisitions in the US-banking industry: Evidence from capital markets* ». Amsterdam, North-Holland
- HOUSTON J.F., RYNGAERY M., (1994), « *The overall gains from large bank mergers* », Journal of Banking and Finance, 18, 1155-1176.
- JACQUILLAT, B., SOLNIK, B., (2004), « *Marchés Financiers: gestion des portefeuilles et des risques* », 4 édition
- JENSEN M., MECKLING W. (1976) « *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure* » Journal of Financial Economic, p. 305-360.
- KARCESKI, J., ONGENA, S., SMITH. D.C (2000) « *The impact of bank consolidation on commercial borrower welfare* ». Forthcoming, p.26
- KWAN, S.H., WILCOX J.A (1999) « *Hidden cost reductions in bank mergers: Accounting for more productive banks* » Working Papers in Applied economic Theory, Federal Reserve Bank of San Francisco

- LARRY D., BENTON E.G. (1989) «*Market valuation effects of banks acquisitions*», Bank Mergers, Current Issues and perspectives
- LEIBENSTEIN, H. (1966) «*Allocation efficiency and X-Efficiency*», American Economic Review
- LINTHER M., (1965) «*Security prices, risk and maximal gains from diversification*», Journal of Finance, Vol 20 No. 4 December
- MARKOWITZ, H.M. (1952) «*Portfolio selection*» Journal of Finance, 7(1) March p.77-91
- MARKOWITZ, H.M. (1959) «*Portfolio selection: Efficient diversification of investments*», Yale University Press, 197, Second Edition, Basis Blackwell
- MOORE, R., (1997) «*Bank acquisition determinants: Implications for small business credit*» Federal Reserve Bank of Dallas Working Paper 9702
- PATELL, J.MJ. (1976), «*Corporate forecasts of earnings per share and stock price behavior: empirical tests*, » Journal of Accounting Research, 14, 246-276.
- PILLOF S.J, (1996), «*Performance changes and shareholder wealth creation associated with mergers of publicly traded banking institutions*», Journal of Money, Credit, and Banking, 28 (3), 294-310.
- PILLOF S.J., SANTOMERO, A. M (1998), «*The value effects of bank mergers and acquisitions*», in Y. Amihud and G. Miller (Editors), Bank Mergers and Acquisitions, Kluwer, pp.
- RHOADES S.A. (1993) «*Efficiency Effects of Horizontal (in- market) Bank Mergers* » Journal of Banking and Finance, vol. 17, p. 411-422.
- RHOADES, S. A. (1987) «*Determinants of Premiums Paid in Bank Acquisitions*», Atlantic Economic Journal, March, pp. 20-30.
- SANTOMERO A., (1995), «*Commercial bank risk management: an analysis of the process*, » Working Paper, Wharton Financial Institutions Center, December 1995.
- SAUNDERS, A., (1994), «*Financial Institutions Management - A modern perspective* » (Irwin, New York)
- SAUNDERS A., WALTER, I. (1994), «*Universal banking in the United States. What we could gain? What we could lose?* » Oxford University Press, New York, Savage D., 1993, *Interstate banking: a status report*, Federal Reserve Bulletin, 79, December, 1075-1089.
- SOLNIK, B., (1974) «*Why not diversify internationally rather than domestically?*», Financial Analysts Journal, 30, 48-54

TOURANI R., VAN BEEK. A. (1999) «*Market valuation of European bank mergers*», European Management Journal, p.532-520

TOYNE, M.F. (1998): «*Interstate bank mergers and their impact on shareholder returns: Evidence from the 1990s* ». Quarterly Journal of Business and Economics, 37, pp. 48 - 58.

VANDER VENNET R. (1996) «*The Effect of Mergers and Acquisitions on the Efficiency and Profitability of EC Credit Institutions* » Journal of Banking and finance, n°20, p. 1509- 1530.

VANDER VENNET R. (1997), «*Determinants of EU bank takeovers: a logic analysis*», Working Paper, University of Ghent.

ZANG.H. (1995) «*Wealth effects of US bank takeovers*». Applied Financial Economic, p.329-336

2- Notes :

(1) : Le cross-selling est le fait de proposer un produit dans une autre gamme de produit mais qui a un lien avec le premier produit choisit par le client.

(2) : MARKOWITZ, H.M. (1952) «*Portfolio selection*» Journal of Finance, 7(1) March p.77-91

(3) : SAUNDERS A., WALTER, I. (1994), «*Universal banking in the United States. What we could gain? What we could lose?* » Oxford University Press, New York, Savage D., 1993, *Interstate banking: a status report*, Federal Reserve Bulletin, 79, December, 1075-1089.

(4) : RHOADES, S. A. (1987) «*Determinants of Premiums Paid in Bank Acquisitions*», Atlantic Economic Journal, March, pp. 20-30.

(5) : HARTMANN P., MANNA, M. (2001): «*The Microstructure of the Euro Money Market*», Journal of International Money and Finance, 20, 895-948