

# FUSIONS ET ACQUISITIONS TRANSFRONTALIÈRES DES ANNÉES 1990

**Olivier Bertrand, Jean-Louis Mucchielli \***

*TEAM – Université de Paris I et CNRS*

**Habib Zitouna \***

*École supérieure des sciences économiques et commerciales de Tunis*

*Cet article examine les choix de localisation des fusions et acquisitions (F&A) transfrontalières entre des firmes multinationales des pays membres de l'OCDE au cours de la période 1990-1999. Nous regardons le rôle joué par les déterminants traditionnels de localisation de l'investissement direct à l'étranger, ainsi que par ceux a priori plus spécifiques aux F&A transfrontalières.*

*Nous montrons que l'offre de firmes locales contraint effectivement la localisation des F&A. Toutefois, la distribution géographique des F&A n'est pas uniquement déterminée par la disponibilité des actifs domestiques: la taille du marché, le coût du travail et l'ouverture financière augmentent la probabilité d'attirer des F&A. Il apparaît de surcroît un effet de mimétisme entre entreprises. Inversement, une augmentation du taux d'imposition ou de la productivité sectorielle décroît le nombre de F&A transfrontalières. Les distances culturelles et géographiques, ainsi que les différences de règles juridiques entre pays, ont également un impact négatif sur les opérations de F&A.*

---

\* Nous remercions le rapporteur de la Revue pour l'ensemble des commentaires apportés.

olivier.bertrand@malix.univ-paris1.fr

jlmuc@univ-paris1.fr

Habib.Zitouna@essec.rnu.tn

La compréhension des déterminants de la localisation des investissements directs à l'étranger (IDE) suscite depuis un certain nombre d'années un vif intérêt, tant dans le milieu académique que dans le monde politique. Les États s'interrogent sur les différents moyens d'attirer les firmes multinationales (FMN), arguant de leurs retombées positives en terme d'emploi ou encore de technologie. Les travaux s'inscrivant dans le champs de la Nouvelle économie géographique (NEG) ont récemment participé à éclairer sous un jour nouveau cette question (Fujita *et alii*, 1999; Neary, 2001). Le cadre de ces analyses théoriques se démarque de celui des travaux antérieurs principalement par l'introduction de rendements d'échelle croissants internes à la firme, d'une concurrence imparfaite entre entreprises, de coûts de transaction, ainsi que d'une localisation endogène de la demande et des entreprises (Head et Mayer, 2004). Ces différents facteurs contribuent à expliquer la distribution spatiale des activités économiques. Outre l'existence de processus endogènes d'agglomération, les travaux de la NEG mettent également en évidence le rôle de l'accès au marché, ou plus généralement de la demande, des coûts de production, ainsi que de la concurrence locale entre entreprises<sup>1</sup>. Ces conclusions théoriques sont corroborées par un certain nombre d'études empiriques. Ces études confirment la présence d'effets d'agglomération entre entreprises à un niveau national (Devereux et Griffith, 1998) ou infra-national (Carlton, 1983; Friedman *et alii*, 1992; Guimarães *et alii*, 1998 et 2000; Head *et alii*, 1995 et 1999; Head et Ries, 1996; Crozet *et alii*, 2004)<sup>2</sup>. Elles soulignent également la place de la demande locale en tant que facteur d'attractivité des IDE. L'influence du coût du travail est en revanche plus ambiguë.

Toutefois, la quasi-totalité de ces travaux, ainsi que ceux plus anciens portant sur les choix de localisation des entreprises, ne s'interrogent pas sur la forme prise par l'IDE. L'IDE se décompose principalement en Greenfield Investments et Fusions et Acquisitions (F&A) transfrontalières<sup>3</sup>. Nous entendons par Greenfield Investment la création *ex nihilo* de filiales à l'étranger. Or, ces travaux n'envisagent que des Greenfield Investments ou ne distinguent pas la plupart du temps les F&A transfrontalières des Greenfield Investments. Pourtant, rien ne permet d'affirmer que les déterminants des F&A soient en tout point identiques à ceux des Greenfield Investments, ou inversement que les choix de localisation des F&A soient guidés par de toutes autres motivations. C'est à cette question que nous nous efforcerons de répondre

1. Les phénomènes d'agglomération sont régis par des forces centripètes (comme la disponibilité des facteurs de production) et centrifuges (comme le renforcement de la concurrence).

2. Voir aussi sur ce sujet Mucchielli et Puech (2003) ou Mayer et Mucchielli (1999).

3. Nous occultons ici les réinvestissements de bénéficiers par une filiale ou les opérations faisant varier les créances ou les dettes entre maisons-mères.

au sein de cet article. Cette question se pose avec une acuité d'autant plus grande que les années 1990 sont les témoins d'une modification de la composition des flux d'IDE. Les F&A transfrontalières se sont progressivement substituées aux Greenfield Investments comme mode d'entrée sur les marchés étrangers. Les F&A transfrontalières constituent ainsi le premier mode de l'IDE au cours des années 1990 (CNUCED, 2000).

Dans un tel contexte, il devient fondé de se demander quels facteurs expliquent qu'une entreprise française préfère racheter une firme allemande plutôt que britannique ou belge. À notre connaissance, les travaux sur les déterminants de la distribution géographique des F&A restent rares, voire inexistant, à l'exception de ceux de O'Huallachain et Reid (1997) ou Basile (2004)<sup>4</sup>. O'Huallachain et Reid (1997) étudient les déterminants de la localisation des entreprises japonaises dans les comtés américains au cours des années 1980. Ils montrent que la localisation des F&A est contrainte par le nombre de firmes-cibles disponibles. Les F&A sont ainsi moins concentrées géographiquement que les Greenfield Investments, car la distribution de l'offre de firmes n'est pas homogène. Les Greenfield Investments offrent une plus grande liberté dans les décisions de localisation que les F&A. Ces conclusions sont néanmoins relativisées par Basile (2004). Étudiant les déterminants de localisation des IDE en Italie au niveau régional, essentiellement durant les années 1990, Basile observe que la localisation des F&A dépend certes en partie de l'offre de firmes-cibles, mais aussi de déterminants plus traditionnels de localisation, tels que la demande ou le coût du travail.

L'objectif de cet article est de prolonger ces travaux. Nous examinons les déterminants de localisation des F&A transfrontalières sur la période 1990-1999. Notre étude porte sur un échantillon de 400 F&A entre firmes multinationales provenant de la base DOME (« Database On Mergers in Europe »). Ces F&A concernent 18 pays membres de l'OCDE. Ils impliquent 18 secteurs industriels et de services. Les déterminants des décisions de localisation sont considérés à deux niveaux. Nous utilisons tout d'abord un certain nombre de facteurs communs aux choix de localisation des IDE. Au niveau sectoriel, nous incluons la taille du marché, le coût du travail ainsi que la productivité. Au niveau des pays, nous regardons l'influence du taux de taxation des entreprises, de la distance géographique et culturelle,

4. Un autre versant de la littérature sur les FMN analyse les F&A transfrontalières, mais sans aborder la question de leur localisation. Certaines études appréhendent les F&A transfrontalières en tant que mode d'entrée sur les marchés étrangers. Un premier type de travaux s'interroge explicitement sur l'arbitrage entre Greenfield Investment et F&A transfrontalière (Caves et Mehra, 1986; Kogut et Singh, 1988; Hennart et Park, 1993; Zejan, 1990; Andersson et Swensson, 1996). Un autre groupe de travaux évalue séparément, puis compare les effets de certains déterminants sur chaque mode d'entrée (Balwin et Gorecki, 1987; Girma, 2002). Enfin, d'autres articles se penchent plus spécifiquement sur les F&A transfrontalières et leurs déterminants (Kish et Vasconcellos, 1993; Di Giovanni, 2004; Louri, 2001).

ainsi que l'accès au marché. En plus de ces variables affectant traditionnellement la localisation de l'IDE, nous tenons compte de certains déterminants plus spécifiques aux F&A. Ces variables sont relatives à la structure de marché et à sa régulation. La disponibilité de l'offre de firmes locales est mesurée par les variables de capitalisation boursière et d'activité de privatisation. Nous estimons aussi l'influence de la structure de propriété, des règles juridiques et de l'ouverture financière des pays. Enfin, nous regardons l'existence (ou non) d'effets de mimétisme entre entreprises. Nous appliquons un modèle de logit conditionnel (Mc Fadden; 1974, 1984). Le logit conditionnel est la méthode la plus fréquemment utilisée dans les études de choix de localisation des entreprises. Nous montrons que l'offre de firmes rachetables semble effectivement contraindre la localisation des F&A. Elle ne constitue toutefois pas le seul déterminant de leur localisation: la taille de marché, le coût du travail, l'accès au marché, l'ouverture financière ainsi que la similitude des règles juridiques attirent les F&A transfrontalières. Les F&A semblent également s'expliquer par des comportements de mimétisme (ou d'agglomération) entre entreprises. En revanche, le taux d'imposition, la productivité sectorielle et la distance — aussi bien géographique que culturelle — ont un impact négatif sur leur localisation. L'effet de la dispersion de la structure de propriété apparaît ambigu.

Cet article est organisé de la façon suivante: la section 1 décrit l'activité récente de F&A transfrontalières ainsi que la base de données utilisée dans notre étude. La section 2 présente le cadre du modèle économétrique employé, ainsi que les variables explicatives retenues. La section 3 reporte les principaux résultats des estimations. Enfin, la section 4 conclut cet article.

## I. F&A transfrontalières: quelques chiffres

Le capitalisme contemporain a été marqué à plusieurs reprises par une intense activité de F&A entre entreprises. La première vague significative de F&A remonte à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle aux États-Unis (Scherer et Ross, 1990; Capron, 1995). Elle se caractérise essentiellement par des F&A horizontales impliquant un grand nombre de producteurs<sup>5</sup>. Ces opérations aboutissent à des situations de quasi-monopole dans de nombreuses industries (Stigler, 1950). Quatre autres vagues de F&A se sont depuis lors succédées aux États-Unis (Coutinet et Sagot-Duvaurox, 2003). La deuxième vague de F&A survient dans les années

5. Les F&A peuvent être de type verticale, horizontale ou conglomérale (Jacquemin et alii, 1989): la concentration horizontale recouvre des activités situées au même stade de production; l'intégration verticale regroupe des activités situées à des stades successifs de production; la concentration conglomérale réunit des activités qui ne sont ni substituables, ni complémentaires.

1920. Elle donne lieu, outre la poursuite de la consolidation de certaines industries, à des stratégies d'intégration verticale et de diversification liée<sup>6</sup>. La troisième vague de F&A intervient au cours de la décennie 60, s'illustrant par la formation de vastes conglomérats. La quatrième vague se déroule au milieu des années 1980. Elle se manifeste principalement par une montée des rachats hostiles d'entreprises, ainsi que par l'apparition de nouvelles techniques de financement (notamment les LBO- *Leveraged Buyout*). En Europe, à l'exception de la Grande-Bretagne, le phénomène des F&A apparaît relativement tardivement, et avec une faible intensité, au début des années 1960. Il faut attendre les années 1980 pour voir l'activité de F&A se propager à une grande partie des pays européens, et plus généralement des pays développés.

La décennie 1990 augure d'une nouvelle phase de rapprochement entre entreprises, la cinquième dans le monde capitaliste. Cette dernière vague concerne désormais la majorité des pays développés, celle-ci présentant des caractéristiques identiques d'un pays à un autre (Coutinet et Sagot-Duvaurox, 2003; Black, 2000). Elle se distingue essentiellement des périodes précédentes de restructuration par la multiplication des opérations de F&A transfrontalières. Leur nombre progresse très rapidement au cours de la période 1991-1998, passant de 4149 opérations en 1991 à près de 5373 en 1998, avec une pointe de 6310 opérations en 1995 (WIR, 2000; Kang et Johansson, 2000). La valeur totale des F&A transfrontalières augmente de 85 milliards de dollars en 1991 à 720 en 1998. Les entreprises des pays développés jouent un rôle essentiel dans l'essor des F&A transfrontalières, aussi bien en tant qu'entreprises acheteuses que vendeuses (Kang et Johansson, 2000). Elles sont impliquées dans plus de 70 % de la valeur des opérations de F&A transfrontalières entrantes entre 1991 et 1998<sup>7</sup>. Le poids des entreprises des pays développés est encore plus prépondérant dans les F&A transfrontalières sortantes. Il atteint un peu moins de 90 % du montant des transactions de F&A entre 1991 et 1998. Par ailleurs, les opérations de F&A transfrontalières sont dans leur très grande majorité de nature horizontale. En 1999, plus de 70 % du nombre des F&A transfrontalières concerne des entreprises appartenant à un même secteur (OCDE, 2001). Ces F&A touchent un vaste ensemble de secteurs (OCDE, 2001; Evenett, 2002). Les secteurs manufacturiers tels que l'automobile ou par exemple la chimie, ainsi que les secteurs des services comme les télécommunications ou encore la banque connaissent une très forte activité de F&A transfrontalières. Sur la période 1991-1998, les industries manufacturières représentent en moyenne 40 % du montant des F&A transfrontalières, les services plus de 50 %.

6. Nous entendons par diversification liée une F&A entre entreprises n'appartenant pas à un même secteur, mais exerçant une activité dans des secteurs connexes (Capron, 1995).

7. Les F&A transfrontalières entrantes correspondent à la vente d'entreprises domestiques à des investisseurs étrangers. À l'inverse, les F&A transfrontalières sortantes représentent le rachat d'entreprises étrangères par des entreprises domestiques.

Par le biais de ces opérations, les entreprises renforcent leur position sur les marchés étrangers : l'IDE change de composition au cours des années 1990. Les F&A transfrontalières se substituent progressivement aux Greenfield Investments. La part des F&A transfrontalières passe d'environ 54 % en 1991 à plus de 85 % à partir de 1997. En moyenne, près de 80 % des transactions d'IDE prennent la forme de F&A au cours de la décennie 1990.

Dans ce contexte, comme nous l'avons expliqué en introduction, l'objectif de cet article est de prendre acte du rôle croissant de ces opérations de F&A transfrontalières au sein des IDE. Notre étude couvre la période 1990-1999. Elle comprend 400 opérations de F&A transfrontalières, horizontales ou verticales, dans 18 pays et 18 secteurs différents<sup>8</sup>. Elle exploite la base de données DOME (« Database On Mergers in Europe »). Cette base de données collectée par l'Université de Kiel (Institute for World Economics) répertorie l'ensemble des notifications de F&A examinées par la Commission Européenne. Ne sont ainsi recensées que les opérations de dimension communautaire<sup>9</sup>. L'échantillon de firmes étudiées inclut donc des F&A entre des firmes multinationales vendant des biens et des services à une très large échelle sur le marché européen<sup>10</sup>. Il ne rend pas compte du comportement d'investissement international des petites et moyennes entreprises<sup>11</sup>. Cet échantillon regroupe l'ensemble des principaux pays industrialisés (se référer à l'annexe I pour plus de précision). Les entreprises américaines, allemandes, françaises et anglaises y sont les plus actives sur le marché du contrôle des entreprises, que ce soit en tant qu'acheteuses ou vendeuses. D'un point de vue sectoriel, les secteurs financiers connaissent un nombre important de F&A. Les secteurs comme les télécommunications, les services postaux, ou encore les transports, sont également les témoins d'une intense activité de rapprochement entre entreprises. Toutefois, les F&A concernent aussi des secteurs industriels plus traditionnels, comme les industries mécaniques, les industries électroniques et chimiques, ou encore les équipements de transport. On note enfin une tendance très nette à la hausse du nombre de notifications au cours des années 1990.

8. Une très grande majorité de ces opérations sont de fait de nature horizontale (plus de 80 % des F&A contenues dans notre échantillon).

9. Les autorités de régulation européennes considèrent une opération de F&A comme étant de dimension communautaire si d'une part, le chiffre d'affaires cumulé des entreprises concernées est supérieur à 5000 millions d'euros, et si d'autre part, le chiffre d'affaires communautaire de chacune (d'au moins deux) des entreprises engagées est supérieur à 250 millions d'euros (sauf si ces entreprises réalisent plus des deux-tiers de leur chiffre d'affaires communautaire au sein d'un même pays membre).

10. Seules 11 opérations de F&A ont été interdites par les autorités de la concurrence au cours de cette période. Les entreprises concernées parviennent généralement à trouver un compromis en acceptant de revendre certaines parties de leur activité. Ces 11 opérations ont été conservées, car elles reflètent les choix exprimés par les entreprises.

11. Faute d'information suffisante sur la localisation multiple des FMN, nous supposons implicitement que l'activité domestique des FMN est représentative de leur activité globale. L'activité productive des FMN reste en effet *a priori* principalement localisée dans leur pays d'origine.

Nous nous intéressons dans la section suivante au cadre du modèle économétrique utilisé, ainsi que aux variables explicatives retenues.

## 2. Description du cadre du modèle économétrique et des déterminants de localisation

Nous nous intéressons ici uniquement aux choix de localisation des F&A. Nous écartons par hypothèse tout arbitrage entre F&A transfrontalières et Greenfield Investments. Cette hypothèse se justifie par la nature de nos données. Comme nous venons de l'expliquer, la base de données que nous exploitons recense des F&A entre des firmes multinationales de grande envergure. Au vu de la taille de ces investissements, les Greenfield Investments ne constituent pas une alternative réaliste aux stratégies de croissance externe des entreprises<sup>12</sup>.

Supposons qu'une entreprise ait décidé d'investir à l'étranger. Le processus de décision de localisation de cette entreprise peut alors se décrire de la manière suivante: considérons une entreprise implantée dans le pays  $i$ . Cette firme peut acquérir une entreprise établie dans l'un des pays  $j$  avec  $j = 1, \dots, n$  ( $i \neq j$ ). Par ailleurs, notons  $G_j$  le gain obtenu par l'entreprise  $i$  lorsqu'elle rachète une autre firme. En supposant une certaine homogénéité des firmes au sein d'un même ensemble pays/secteur, ce gain dépend des caractéristiques  $X_s$  des pays et/ou des secteurs  $s$  des pays  $i$  et  $j$  avec  $s = 1, \dots, S$ <sup>13</sup>. Il peut s'écrire  $G_j = g(X_s^i, X_s^j)$ . L'entreprise  $i$  sélectionne parmi les  $n$  choix possibles la localisation  $j$  lui rapportant le gain  $G_j$  le plus élevé.

Nous appliquons aux données de F&A précédemment décrites la méthode du logit conditionnel<sup>14</sup>. Le logit conditionnel est l'une des méthodes les plus fréquemment utilisées lorsque l'on examine les décisions de localisation des entreprises. Ce modèle procède d'une logique de maximisation du profit (Mc Fadden, 1974, 1984). La variable dépendante est une variable muette indiquant si une firme donnée choisit de se localiser dans le pays  $j$  à une date  $t$ . Dans notre cas de figure, la variable endogène de notre modèle prend la valeur 1 (resp. 0) quand une entreprise d'un pays  $i$  (ne) rachète (pas) une entreprise d'un pays  $j$  (voir l'annexe II pour davantage d'information).

12. La taille des F&A transfrontalières a en moyenne doublé au cours de la période 1990-1999.

13. Dans ce qui suit, les expressions mathématiques ne tiennent pas compte de la dimension temporelle  $t$  (année de la F&A).

14. Ce modèle de choix discret s'appuie sur des décisions individuelles d'implantation. Ils existent d'autres méthodes d'évaluation fondées sur les flux ou sur les stock d'investissements, mesurés à partir de l'emploi ou du capital investi (Ferrer, 1998; Wheeler et Mody, 1992; Yamawaki, 1993; Henderson et alii, 1995; Lee et Mansfield, 1996).

Du côté des variables explicatives, nos estimations économétriques incluent à la fois des facteurs affectant traditionnellement la localisation de l'IDE et d'autres plus spécifiques aux localisations des F&A transfrontalières. L'ensemble de ces variables est classifié selon qu'elles sont mesurées à un niveau sectoriel (classification ISIC rev3) ou d'un pays. Le tableau de l'annexe III résume ces données ainsi que leurs origines.

### i. Les variables au niveau sectoriel

*Taille du marché*: la taille du marché auquel les entreprises peuvent accéder est approximée par la production sectorielle. Une grande taille de marché, outre les débouchés importants qu'elle offre aux entreprises, facilite aussi la réalisation d'économies d'échelle. Elle leur permet d'atteindre plus aisément une taille critique de production. La variable taille du marché devrait ainsi avoir un effet positif sur la localisation des IDE, et plus spécialement sur celles des F&A transfrontalières.

*Coût du travail*: cette variable représente le coût du travail du pays d'accueil. Calculée sur la base du ratio masse des salaires versés sur nombre d'emplois dans un secteur donné, elle procure une indication du coût de production des entreprises. Toutes choses égales par ailleurs, une hausse du coût de production des entreprises devrait dissuader une entreprise étrangère de racheter une entreprise locale. Toutefois, cette variable peut aussi refléter la structure sectorielle de l'emploi. Une augmentation de la proportion des travailleurs qualifiés dans un secteur donné élève le salaire moyen par travailleur. Par conséquent, si les entreprises cherchent à se localiser dans des pays et des secteurs à forte population qualifiée, une hausse du coût du travail peut paradoxalement attirer l'IDE. L'effet attendu de cette variable peut donc être en partie ambigu.

*Productivité*: la variable productivité, obtenue en divisant la valeur ajoutée par le nombre d'employés, donne une mesure de la productivité du travail dans les différents secteurs du pays d'accueil. Elle indique le niveau de technologie des entreprises locales. L'augmentation de la productivité d'un secteur devrait encourager le rachat d'entreprises locales si les firmes étrangères souhaitent s'approprier les connaissances tangibles et intangibles détenues par ces entreprises<sup>15</sup>. Cependant, une F&A peut aussi être l'occasion pour une entreprise étrangère d'exploiter sa technologie, et plus généralement ses connaissances, sur de nouveaux marchés. Une F&A peut s'accompagner de transferts de technologie de l'entreprise étrangère vers la firme domestique rachetée<sup>16</sup>. En outre, la variable productivité peut donner une information sur la rentabilité des firmes locales, et donc sur leur éventuel prix d'acquisition. Une

15. Faute de données suffisantes pour les secteurs des services, nous n'avons pas pu évaluer directement l'activité de recherche et développement des entreprises domestiques.

16. Des coûts de transaction prohibitifs peuvent empêcher les transferts d'actifs intangibles (comme la connaissance) sur le marché des facteurs de production (Caves, 1996).

entreprise dotée d'une faible productivité peut être achetée selon toute vraisemblance à un prix plus bas qu'une entreprise plus performante. Le signe associé à cette variable est donc en partie indéterminé.

*Mimétisme*: cette variable évalue le rôle des comportements mimétiques dans les opérations de F&A entre entreprises. Une entreprise étrangère peut être d'autant plus incitée à entreprendre une F&A que ces entreprises concurrentes ont choisi de fusionner (Caves, 1991; Fauli-Oller, 2000). Par ailleurs, une entreprise peut décider d'investir à l'étranger, par le biais d'une F&A, afin d'y suivre ses rivaux. Elle évite que ces derniers s'y procurent un avantage compétitif (Knickerbocker, 1973). Elle réduit aussi plus généralement les risques liés à son activité. Comme l'explique Schenk (1996, p. 260), «*it is better to make the same mistake as the colleagues, than to be the only one to take the right decision with the risk of being the only one to make a mistake*». De manière pratique, cette variable mimétisme correspond au nombre de firmes achetées par secteur/pays les 3 années précédant chaque opération. Remarquons que cette variable peut aussi capter des effets d'agglomération dans les choix de localisation de l'IDE ou un effet d'opportunité des investissements, à savoir ici une réduction du nombre de firmes domestiques susceptibles d'être rachetées<sup>17</sup>.

## ii. Les variables au niveau pays

*Distance géographique*: cette variable mesure la distance géographique entre deux pays<sup>18</sup>. L'effet de la distance est ambigu. D'un côté, une plus grande distance entre deux pays, et donc des frais d'exportation supplémentaires, encourage les entreprises à investir à l'étranger plutôt qu'à exporter. De l'autre, une augmentation de la distance accroît les coûts de coordination et d'information sur les marchés étrangers, ce qui freine l'IDE, et plus spécialement les F&A transfrontalières<sup>19</sup>.

*Distance culturelle*: cette variable estime la distance culturelle entre deux pays (Hofstede, 1983). Cet indicateur comprend quatre dimensions<sup>20</sup>: l'acceptation des relations d'autorité et de hiérarchie; le degré d'individualisme ou de collectivisme; l'aversion au risque et à l'incertitude; la prédominance des valeurs masculines, comme par exemple la quête de succès et de possession. Une hausse de la distance culturelle tend à augmenter les coûts de fonctionnement des filiales étrangères et à élever le risque associé à l'IDE. De plus, elle ralentit les transferts

17. Deux types de force agissent en sens opposé (Fujita et alii, 1999): les effets de concurrence et les externalités positives (externalités technologiques entre firmes, etc.).

18. Il s'agit plus précisément de la distance séparant les capitales des deux pays.

19. Voir aussi la description de la variable Accès au marché. La distance géographique donne une indication de l'intégration naturelle des marchés, la distance géographique et les coûts de transport pouvant être fortement corrélés.

20. La construction de cette variable est basée sur les travaux de Morosini et alii (1998), les données provenant elles de Hofstede (1983). Bien qu'ils reposent sur un questionnaire émis dans les années 1970 dans plus de 60 pays, cet indicateur peut être considéré comme étant relativement fiable. La culture d'un pays peut rester relativement stable pendant plusieurs générations.

de technologie et de connaissance entre filiales. Enfin, elle dégrade la profitabilité des F&A transfrontalières en contribuant à élever les coûts organisationnels liés à l'intégration des entreprises (moindre coopération, mauvaise compréhension entre équipes, etc.)<sup>21</sup>.

*Taux d'imposition*: la variable taux d'imposition est un indicateur de taxation des entreprises. Elle représente le taux d'imposition moyen sur les bénéficiaires des entreprises. Toutes choses égales par ailleurs, une augmentation du taux d'imposition devrait réduire les gains espérés d'une F&A, et donc le nombre d'entreprises domestiques rachetées<sup>22</sup>.

*Accès au marché*: la variable accès au marché mesure le degré  $\Phi_{ij}$  d'intégration commerciale entre deux pays<sup>23</sup>. La valeur  $\Phi_{ij}$  (appelée « phi-ness » du commerce; Head et Mayer, 2004) estime l'accès bilatéral entre deux marchés  $i$  et  $j$ :

$$\Phi_{ij} = \sqrt{\frac{m_{ij}m_{ji}}{m_{ii}m_{jj}}}$$

où  $m_{ij}$  ( $m_{ji}$ ) sont les importations de  $i$  ( $j$ ) provenant de  $j$  ( $i$ ) et  $m_{ii}$  ( $m_{jj}$ ) les ventes locales (production moins exportation) dans le pays  $i$  ( $j$ )<sup>24</sup>. Cette variable est comprise entre 0 et 1. Plus la valeur est proche de 1, plus les marchés sont intégrés. Si l'IDE est motivé par l'argument du Tariff Jumping, un meilleur accès au marché devrait décourager les entreprises étrangères de racheter des firmes domestiques. Selon cet argument, les IDE se substituent aux exportations quand les barrières aux échanges s'accroissent. En investissant à l'étranger, une entreprise contourne en effet les barrières aux échanges du pays d'accueil. Toutefois, une plus grande intégration des marchés peut aussi, en intensifiant la concurrence, pousser les entreprises à se regrouper afin de restaurer leurs marges et de profiter d'un niveau plus faible du prix d'acquisition (Bertrand, 2005; Bertrand et Zitouna, 2005). D'un point de vue empirique, il est intéressant de mettre en perspective l'activité de F&A et la formation de marchés nationaux ou régionaux. La première vague de F&A coïncide ainsi avec la formation du marché américain<sup>25</sup>. Un tel parallèle peut aussi s'appliquer au cas du marché européen. Chaque stade supplémentaire d'intégration semble être marqué par une élévation du nombre de F&A. Le premier mouvement de F&A se produit ainsi en Europe entre 1958 et 1970, date de la création de la CEE (Kohler et Mucchielli, 2000).

21. Morosini et alii (1998) soulignent toutefois qu'une distance plus élevée peut aussi améliorer la performance des F&A transfrontalières si elle se traduit par une plus grande complémentarité des actifs, notamment ceux humains de l'entreprise.

22. Cette mesure du poids de la fiscalité ne rend pas compte des dispositions particulières du code fiscal concernant l'amortissement, la consolidation des entreprises, etc. Il faut par ailleurs garder à l'esprit qu'un niveau élevé de qualité des infrastructures publiques, facteur d'attractivité de l'IDE, peut s'accompagner d'un niveau lui-même élevé de taxation des entreprises.

23. Le calcul de  $\Phi_{ij}$  se fonde sur le modèle de concurrence monopolistique de Dixit-Stiglitz-Krugman.

24. Ne disposant pas de données de commerce bilatéral dans les secteurs des services, cette variable a été calculée ici à un niveau agrégé, c'est à dire au niveau des pays.

25. La formation du marché américain provient de l'amélioration des infrastructures de transport et de communication (Capron, 1995).

*Capitalisation*: cette variable correspond à la valeur de la capitalisation boursière des entreprises cotées d'un pays. Elle indique le montant des opportunités d'investissement dans un pays donné. L'activité de F&A transfrontalières peut être freinée par une insuffisance de l'offre de firmes locales. Une augmentation de l'offre de firmes-cibles peut à l'inverse accroître le nombre de F&A, car il devient alors plus facile pour une entreprise étrangère de trouver une entreprise locale adaptée à ses propres caractéristiques et spécificités. La variable capitalisation nous renseigne également sur la taille et le niveau de développement du marché financier. Des marchés financiers développés permettent aux entreprises de relâcher plus aisément leur contrainte interne de financement. La possibilité d'accéder à une source plus abondante de financement devrait aussi favoriser la restructuration des industries.

*Privatisation*: la variable privatisation représente la valeur des actifs privatisés par pays. La privatisation d'actifs détenus par l'État devrait, en augmentant l'offre de firmes locales disponibles au rachat, faciliter l'entrée des entreprises étrangères, et ce pour les raisons évoquées précédemment.

*Structure de propriété*: cet indicateur évalue la dispersion de l'actionariat dans un pays. Il correspond à la part des entreprises dans lesquelles il n'y a pas d'actionnaires contrôlant la firme<sup>26</sup>. Dans certains pays, la propriété peut rester concentrée dans quelques mains, comme les banques ou certaines grandes familles par exemple. Ces investisseurs dont l'engagement financier est important sont à la fois incités et en mesure de contrôler le comportement des dirigeants en place. Avec une structure plus dispersée de la propriété des entreprises, les F&A peuvent en revanche jouer un rôle plus prépondérant en tant que mécanisme de discipline et de contrôle des dirigeants (Healy et Palepu, 1994; Hart, 1995). Une structure de propriété concentrée peut aussi constituer une barrière à l'entrée pour de nouveaux investisseurs<sup>27</sup>. Par conséquent, la dispersion de l'actionariat devrait *a priori* favoriser le rachat des entreprises domestiques.

*Règles juridiques*: la variable « règles juridiques » identifie l'origine légale du droit commercial d'un pays. Deux types de règles juridiques sont traditionnellement distingués: les « common laws » d'origine anglaise et les « civil laws » de tradition romano-germanique (Lopez-de-Silanes *et alii*, 1998). La variable règles juridiques est une variable muette prenant la valeur 1 si le pays de l'entreprise acheteuse et celui de la firme-cible partagent le même système de règles juridiques, et 0 sinon. Cette variable estime les différences entre les régimes de gouver-

26. Un actionnaire est dit avoir le contrôle d'une entreprise si ses droits de vote, détenus directement ou indirectement, sont au moins supérieurs à 20 %.

27. Les propriétaires peuvent être décidés à protéger l'équipe de direction en place. À l'opposé, des porteurs, petits mais en grand nombre, peuvent être moins réticents à vendre leurs actions. Toutefois, Grossman et Hart (1980) ont montré qu'une structure de propriété dispersée peut poser un problème du passager clandestin.

nance des entreprises, en supposant que l'environnement légal d'un pays contribue à façonner les pratiques de gouvernance (Bris et Cabolis, 2002). La relation entre cette variable et les F&A n'est pas claire. D'un côté, l'entreprise acheteuse évalue les difficultés à intégrer la firme-cible. Des différences de pratiques de gouvernance peuvent être la source d'un coût d'intégration supplémentaire. En outre, le fait de posséder le même mode de gouvernance peut aider l'entreprise acheteuse à mieux évaluer les gains possibles de la F&A. De l'autre côté, une F&A redistribue le contrôle des entreprises, transférant certaines pratiques de gouvernance d'une firme à une autre. Ces transferts peuvent à terme améliorer la protection des investisseurs de la firme-cible, ainsi que l'accès aux marchés internationaux de capitaux (Rossi et Volpin, 2003).

*Ouverture financière*: cette variable approxime le degré d'ouverture des marchés financiers. Elle représente la part des actions détenues par les résidents étrangers sur le marché boursier domestique. L'ouverture des marchés financiers devrait stimuler le nombre de F&A, car elle peut être associée à une information plus transparente et de meilleure qualité sur les opportunités d'investissement dans le pays. Elle peut également refléter l'absence de réglementations contraignantes sur les investissements étrangers, ainsi que la confiance accordée par ces mêmes investisseurs à l'économie du pays d'accueil.

La section suivante discute des différents résultats économétriques auxquels nous parvenons.

### 3. Résultats et interprétations

Le tableau ci après indique les résultats les plus représentatifs de nos régressions économétriques. La dernière colonne de ce tableau (colonne 7) reporte les estimations lorsque nous ne conservons que les secteurs manufacturiers. Les autres équations (colonne 1 à 6), incluant à la fois les secteurs manufacturiers et ceux des services, diffèrent les unes des autres par le choix des variables retenues. Certaines variables ne sont ainsi présentes que dans un nombre limité de régression en raison du faible nombre de leurs observations (exemple de la variable ouverture financière <sup>28</sup>) ou de leur corrélation élevée avec d'autres variables explicatives (exemple de la variable distance géographique et accès au marché <sup>29</sup>). Regardons à présent variable par variable les résultats auxquels nous parvenons.

28. Ces données ne sont malheureusement disponibles que pour 10 pays (Autriche, Belgique, Finlande, France, Allemagne, Italie, Pays-Bas, Norvège, Espagne et Suède).

29. Nous n'avons pas inclus simultanément ces deux variables car ces deux variables sont fortement corrélées (de l'ordre de 0.8). Cette corrélation était prévisible. La distance géographique est en effet un déterminant majeur des flux de commerce.

La variable taille du marché retient tout d'abord notre attention. Cette variable affiche le signe positif attendu. Elle est par ailleurs significative, et ce quelle que soit la spécification retenue<sup>30</sup>.

Examinons maintenant la variable coût du travail. Cette variable a un impact généralement significatif, mais positif. Ce résultat apparaît à première vue contre-intuitif. Toutes choses égales par ailleurs, une augmentation du coût du travail devrait dissuader les entreprises étrangères de s'implanter dans le pays d'accueil. Toutefois, certaines études portant sur les IDE aboutissent également à cette conclusion<sup>31</sup>. Ce signe positif peut provenir d'une corrélation entre cette variable et la structure de l'emploi et des qualifications au niveau sectoriel<sup>32</sup>. Une augmentation de la proportion des travailleurs qualifiés dans un secteur donné élève en effet le salaire moyen par travailleur. Enfin, nous observons que la valeur des coefficients est plus élevée dans la colonne 7 du tableau. Les secteurs manufacturiers sont davantage sensibles au coût du travail que les secteurs non-manufacturiers<sup>33</sup>.

Nous constatons aussi qu'une hausse de la productivité réduit la plupart du temps de manière significative l'incitation des entreprises étrangères à racheter des firmes locales. Ce résultat peut sembler à nouveau paradoxal. Il peut néanmoins s'interpréter par une corrélation entre la productivité — variable approximant la profitabilité des firmes — et le prix d'acquisition des entreprises locales. Ceci, car une firme relativement peu productive peut *a priori* être rachetée à moindre frais qu'une entreprise plus performante. Par ailleurs, le signe négatif de la variable productivité laisse aussi penser que les F&A s'accompagnent d'un transfert de technologie, ou plus généralement de connaissance, des entreprises étrangères vers les firmes domestiques rachetées. Plus généralement, les signes des variables coût du travail et productivité peuvent s'expliquer dans une certaine mesure par les caractéristiques propres aux F&A. Ces résultats confortent ainsi l'une des conclusions du modèle de Neary (2004), à savoir que les entreprises étrangères tendent à racheter des firmes domestiques dont les coûts de production sont élevés.

Concernant les variables accès au marché et distance géographique, leurs signes sont respectivement positif et négatif. La proximité géographique encourage les entreprises à fusionner. À l'inverse, la distance culturelle entre pays ou le taux d'imposition agit négativement sur les F&A. Ce dernier a toutefois un impact faiblement (voire non) significatif.

30. L'élasticité de la taille du marché est sensiblement plus forte dans les colonnes 4 et 5, et ce vraisemblablement en raison de la réduction de notre échantillon (inclusion de la variable ouverture financière).

31. Voir Smith et Florida (1994) ou encore Guimarães et alii (2000). D'autres études comme Head et Ries (1996), Ferrer (1998) ou Devreux et Griffith (1998) trouvent que la variable coût du travail a un impact non significatif sur les IDE.

32. Supprimer la variable coût du travail (ou la variable productivité) ou la remplacer par une variable coût du travail unitaire (coût du travail sur productivité) ne modifie pas le signe de ces variables, ni leur significativité.

33. En revanche, le coefficient des autres paramètres est relativement identique entre les secteurs manufacturiers et non-manufacturiers.

Ces premiers résultats montrent que la distribution géographique des F&A dépend bien des variables traditionnelles de localisation de l'IDE. L'offre de firmes locales n'est pas l'unique déterminant de localisation des F&A. Cependant, une hausse de cette offre augmente effectivement l'activité de F&A transfrontalières: la variable capitalisation boursière possède un signe positif et significatif. Cette variable capture également le rôle du développement des marchés financiers dans l'expansion des F&A<sup>34</sup>. Par ailleurs, la variable privatisation présente un signe positif significatif. Le désengagement de l'État, en augmentant l'offre de firmes locales, favorise l'entrée d'entreprises étrangères. Cependant, l'élasticité de cette variable reste très faible. Dans la plupart des pays développés, une grande partie du processus de privatisation s'est déroulée au cours des années 1980.

La structure de propriété, facteur également plus spécifique aux F&A, ne semble pas avoir de conséquence sur les décisions de localisation des F&A (à l'exception des colonnes 4 et 5). Cette variable devrait vraisemblablement avoir une plus grande influence à un niveau sectoriel. La variable « mimétisme » exerce quant à elle un effet positif et significatif sur les choix de localisation des entreprises. Les F&A semblent être guidées par des comportements de mimétisme (ou d'agglomération) entre entreprises. Cette variable relativise par ailleurs l'importance de l'effet d'opportunité des investissements. Enfin, la similitude des règles juridiques ou l'ouverture financière promeut les opérations de F&A transfrontalières.

En matière de politique publique, il se dégage de cette étude deux principaux résultats. D'une part, la productivité sectorielle agit négativement sur le nombre de F&A transfrontalières. Ce résultat indique que les F&A transfrontalières peuvent se traduire par un transfert de technologie des entreprises étrangères vers les firmes domestiques acquises. Cet argument peut dans une certaine mesure venir contrebalancer les craintes de perte de souveraineté nationale ou d'effet anticoncurrentiel engendré par ces opérations. D'autre part, l'ensemble des variables d'intégration, entendue dans son acception la plus large, à savoir ici la proximité culturelle, géographique ou juridique, ainsi que l'ouverture économique et financière des marchés, exerce un impact positif sur les opérations de F&A. Les phénomènes d'agglomération de l'activité économique consécutifs à l'intégration des marchés pourraient revêtir une importance moindre lorsque l'on tient compte du rôle des F&A. Les F&A ont en effet davantage tendance à disperser l'activité économique que les *Greenfield Investments*, la distribution géographique de l'offre de firmes n'étant pas homogène<sup>35</sup>.

34. Le signe négatif obtenu dans les spécifications 4 et 5 provient certainement de l'inclusion de la variable ouverture financière et de la réduction de l'échantillon qui s'ensuit. La variable capitalisation boursière devient alors corrélée avec la variable taille du marché.

35. Nous remercions le rapporteur de la revue de cette remarque.

Choix de localisation des F&A transfrontalières

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Taille du marché	0,334 <sup>a</sup> (0,070)	0,275 <sup>a</sup> (0,082)	0,228 <sup>b</sup> (0,091)	0,686 <sup>a</sup> (0,177)	0,875 <sup>a</sup> (0,219)	0,177 <sup>b</sup> (0,077)	0,304 <sup>c</sup> (0,106)
Coût du travail	0,779 <sup>b</sup> (0,349)	0,782 <sup>b</sup> (0,349)	0,855 <sup>b</sup> (0,373)	0,567 (0,444)	0,739 (0,500)	0,647 <sup>c</sup> (0,348)	1,640 <sup>c</sup> (0,540)
Productivité	-0,632 <sup>b</sup> (0,315)	-0,499 (0,323)	-0,449 (0,350)	-1,014 <sup>b</sup> (0,431)	-1,232 <sup>b</sup> (0,496)	-0,487 (0,324)	-0,832 <sup>a</sup> (0,453)
Capitalisation	0,305 <sup>a</sup> (0,045)	0,303 <sup>a</sup> (0,046)	0,245 <sup>a</sup> (0,051)	-0,120 (0,103)	-0,337 <sup>a</sup> (0,130)	0,232 <sup>a</sup> (0,047)	0,314 <sup>c</sup> (0,060)
Taux d'imposition	-0,942 <sup>c</sup> (0,485)	-0,772 (0,527)	-0,539 (0,629)	0,288 (0,597)	1,553 <sup>b</sup> (0,774)	-0,987 <sup>c</sup> (0,532)	-0,648 (0,726)
Privatisation	0,044 <sup>a</sup> (0,010)	0,040 <sup>a</sup> (0,010)	0,033 <sup>a</sup> (0,011)	0,042 <sup>c</sup> (0,024)	0,138 <sup>b</sup> (0,059)	0,050 <sup>a</sup> (0,010)	0,039 <sup>c</sup> (0,014)
Distance	-0,438 <sup>a</sup> (0,053)	-0,454 <sup>a</sup> (0,055)	-0,402 <sup>a</sup> (0,064)				-0,340 <sup>c</sup> (0,079)
Structure de propriété		0,070 (0,095)	0,080 (0,106)	0,489 <sup>a</sup> (0,134)	0,725 <sup>a</sup> (0,161)	0,157 (0,098)	0,083 (0,133)
Mimétisme			0,149 <sup>a</sup> (0,048)		-0,030 (0,067)		
Distance culturelle				-0,232 <sup>a</sup> (0,086)	-0,278 <sup>a</sup> (0,094)	-0,147 <sup>b</sup> (0,071)	
Accès au marché				0,679 <sup>a</sup> (0,121)	0,794 <sup>a</sup> (0,139)	0,551 <sup>a</sup> (0,061)	
Ouverture financière				0,532 <sup>b</sup> (0,263)	0,817 <sup>b</sup> (0,329)		
Règles juridiques						0,338 <sup>b</sup> (0,157)	
Observations	6 800	6 389	5 540	2 993	2 616	6 101	3 267
Pseudo R2	0,18	0,17	0,17	0,20	0,23	0,18	0,19

Écarts-type entre parenthèses.

A : significatif à 1 %. B : significatif à 5 %. C : significatif à 10 %.

Toutes les variables sont exprimées en logarithme.

## 4. Conclusion

Nous nous interrogeons dans cet article sur les déterminants des choix de localisation des F&A transfrontalières. En effet, la majorité des études portant sur les décisions de localisation des firmes multinationales examinent la création de nouvelles filiales, ou bien ne dissocient pas les Greenfield Investments des F&A. À l'opposé, les travaux existants sur les F&A transfrontalières se concentrent soit sur leurs déterminants, soit sur leurs relations avec les Greenfield Investments, occultant à de très rares exceptions le problème de leur localisation. Or, la cinquième et dernière vague de F&A a vu le poids des opérations transfrontalières augmenter considérablement. Dans ce contexte, nous nous demandons quels facteurs peuvent expliquer qu'une entreprise française préfère acquérir une entreprise allemande plutôt qu'une firme britannique, ou inversement? Cette question simple soulève de nombreuses interrogations. La localisation des F&A n'est-elle déterminée que par la distribution géographique des firmes-cibles? Les caractéristiques des pays, comme la taille du marché, importent-elles aussi? Ces questions revêtent un intérêt certain en matière de politique d'attractivité de l'IDE.

À cette fin, nous examinons les choix de localisation des F&A transfrontalières dans les secteurs manufacturiers et des services au cours de la période 1990-1999. Notre étude empirique porte sur les F&A entre FMN des pays membres de l'OCDE (base DOME – « Database On Mergers in Europe »). Les résultats montrent que si l'offre de firmes locales contraint effectivement la localisation des F&A, leur distribution géographique n'est pas uniquement déterminée par la disponibilité des actifs domestiques: les facteurs traditionnels de l'IDE comptent aussi. Les autres facteurs plus spécifiques aux F&A transfrontalières, comme les règles juridiques ou encore les comportements mimétiques, jouent également un rôle. En outre, l'impact négatif du niveau de la productivité sectorielle sur les F&A transfrontalières semble être le signe de possibles transferts de technologie des entreprises étrangères vers les firmes domestiques rachetées. Enfin, nos résultats concernant l'influence des variables d'intégration (intégration économique, culturelle ou juridique) suggèrent que les craintes suscitées par les phénomènes d'agglomération de l'activité économique liés à l'ouverture des marchés sont réduites lorsque l'on tient en considération ces opérations de restructuration transfrontalière.

## Références bibliographiques

- ANDERSSON T. and R. SWENSSON, 1996 : « Entry Modes for Direct Investment Determined by the Composition of Firm-Specific Skills », *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 4: pp. 551-560.
- BALDWIN J. and P. GORECKI, 1987 : « Plant Creation Versus Plant Acquisition: The Entry Process in Canadian Manufacturing », *International Journal of Industrial Organization*, vol. 5: pp. 27-41.
- BASILE R., 2004 : « Acquisition versus Greenfield Investment: The location of foreign manufacturers in Italy », *Regional Science and Urban Economics*, vol. 34 n° 1: pp. 3-25.
- BERTRAND O., 2005 : « On the Effects of Economic Integration on Greenfield Investments and Cross-border M&A Location Pattern », *Journal of Economic Integration*, vol. 20 n° 1.
- BERTRAND O. and H. ZITOUNA, 2005 : « Trade Liberalization and Industrial Restructuring: the role of Cross-Border Mergers and Acquisitions », *Journal of Economics and Management Strategy*, à paraître.
- BERTRAND O., J.-L. MUCCHIELLI and H. ZITOUNA, 2004 : « Location Choices of Multinational Firms: The Case of Mergers and Acquisitions », *HWVA Discussion Paper 274*.
- BLACK B., 2000 : « Is This the First International Merger Wave? », *M&A Lawyer*, vol. 4 n° 4: pp. 20-26.
- BRIS A. and C. CABOLIS, 2002 : « Adopting Better Corporate Governance: Evidence from Cross-Border Mergers' », *Yale School of Management*, mimeo.
- CAPRON L., 1995 : « Les vagues de fusions et acquisitions aux États-Unis: 1887-1904, 1916-1929, 1950-1970 », *Entreprises et Histoire*, vol. 10: pp. 21-46.
- CARLTON D., 1983 : « The location and employment choices of new firms: An econometric model with discrete and continuous endogenous variables », *Review of Economics and Statistics*, vol. 65 n° 3: pp. 440-449.
- CAVES R. E., 1991 : *Corporate Mergers in International Economic Integration*, in A. GIOVANNINI & C. MAYER (eds.): *European Financial Integration*, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 136-160.
- CAVES R. E., 1996 : *Multinational Enterprise and Economic Analysis*, Cambridge University Press, Cambridge.
- CAVES R. E. and S. MEHRA, 1986 : *Entry of Foreign Multinationals into US Manufacturing Industries*, In R. Porter (Eds.): *Competition in Global Industries*, Harvard Business School Press.

- CNUCED, 2000 : World Investment Report: *Cross-Border Mergers and Acquisitions and Development*, United Nations. New York & Geneva.
- COUTINET N. and D. SAGOT-DUVAUROUX, 2003 : *Économie des fusions et acquisitions*, Éditions La Découverte.
- CROZET M., T. MAYER and J.-L. MUCCHIELLI, 2004 : « How do Firms Agglomerate? A Study of FDI in France », *Regional Science and Urban Economics*, vol. 34 n° 1 : pp. 27-54.
- DEVREUX M. P. and R. GRIFFITH, 1998 : « Taxes and the location of production: Evidence from a panel of US multinationals », *Journal of Public Economics*, vol. 68 n° 3 : pp. 335-367.
- DI GIOVANNI J., 2004 : « What Drives Capital Flows? The Case of Cross-border M&A Activity and Financial Deepening », *Journal of International Economics*, à paraître.
- EVENETT S., 2002 : « The Cross-border Mergers and Acquisitions Wave of The Late 1990s », *mimeo*.
- FAULI-OLLER R., 2000 : « Takeover Waves », *Journal of Economics and Management Strategy*, vol. 9 n° 2 : pp. 189-210.
- FERRER C., 1998 : *Patterns and Determinants of Location Decisions by French Multinationals in European Regions*, In J.-L. Mucchielli (Ed): *Multinational Location Strategy: Economics, Geography, Management and Policy*, JAI Press, Greenwich, Connecticut.
- FIGUEIREDO O., P. GUIMARÃES, and D. WOODWARD, 2002 : « Modeling industrial location decisions in US counties », *Núcleo de Investigação em Microeconomia Aplicada, Universidade de Minho Working Paper*, n° 18.
- FRIEDMAN J., D. GERLOWSKI and J. SILBERMAN, 1992 : « What Attracts Foreign Multinational Corporations? Evidence from Branch Plant Location in the United States », *Journal of Regional Science*, vol. 32 : pp. 403-418.
- FUJITA M., P. KRUGMAN and A. VENABLES, 1999 : « The Spatial Economy: Cities, Regions and International Trade », *London School of Economics*.
- GIRMA S., 2002 : « The Process of European Integration and The determinants of Entry by non EU Multinationals in UK Manufacturing », *The Manchester School*, vol. 70 : pp. 315-335.
- GROSSMAN S. and O. HART, 1980 : « Takeover bids, the free rider problem, and the theory of the corporation », *Bell Journal of Economics*, vol. 11 : pp. 42-64.

- GUIMARÃES P., R. ROLFE and D. WOODWARD, 1998 : « Regional Incentives and Industrial Location in Puerto Rico », *International Regional Science Review*, vol. 21 n° 2: pp. 119-138.
- GUIMARÃES P., D. WOODWARD and O. FIGUEIREDO, 2000 : « Agglomeration and the Location of Foreign Direct Investment in Portugal », *Journal of Urban Economics*, vol. 47 n° 1: pp. 115-135.
- GUIMARÃES P., D. WOODWARD and O. FIGUEIREDO, 2003 : « A tractable approach to the firm location decision », *Review of Economics and Statistics*, vol. 85 n° 1: pp. 201-204.
- HART O., 1995 : « Corporate governance: Some theory and implications », *The Economic Journal*, vol. 105: pp. 678-689.
- HEAD K. and T. MAYER, 2004 : *The Empirics of Agglomeration and Trade*, In V. Henderson & J.F. Thisse (Eds.) *Handbook of Regional and Urban Economics*, Elsevier, vol. 4.
- HEAD K. and J. RIES, 1996 : « Inter-city Competition for Foreign Investment: Static and Dynamic effects of China's Incentive Areas », *Journal of Urban Economics*, vol. 40 n° 1: pp. 38-60.
- HEALY P. and K. PALEPU, 1994 : *International corporate equity acquisitions: Who, where, and why?*, In K. Froot (eds.) *Foreign Direct Investment*, The University of Chicago Press.
- HENDERSON V., A. KUNCORO and M. TURNER, 1995 : « Industrial Development in Cities », *Journal of Political Economy*, vol. 103 n° 5: pp. 1067-1090.
- HENNART J.-F. and Y.-R. PARK, 1993 : « Greenfield vs Acquisition: The Strategy of Japanese Investors in the United States », *Management Science*, vol. 39 n° 9: pp. 1054-1070.
- HOFSTEDE G., 1983 : « The cultural relativity of organizational practices and theories », *Journal of International Business Studies*, vol. 14: pp. 75-89.
- JACQUEMIN, A., P. BUIGES, and F. ILZKOVITZ, 1989 : « Concentration horizontale, fusions et politique de la concurrence dans la communauté européenne », *Économie Européenne*, vol. 40.
- KANG N. and S. JOHANSSON, 2000 : « Cross-border Mergers and Acquisitions: Their Role in Industrial Globalisation », *OECD Working Papers*, STI Working Papers 2000/1, vol. 8 n° 30.
- KISH R. J. and G. M. Vasconcellos, 1993 : « An Empirical Analysis of Factors Affecting Cross-Border Acquisitions: US-Japan », *Management International Review*, vol. 33 n° 3: pp. 227-245.
- KNICKERBOCKER F., 1973 : *Oligopolistic Reaction and Multinational Enterprise*, Harvard University Press, Cambridge MA.

- KOGUT B. and H. SINGH, 1988 : « The effect of national culture on the choice of entry mode », *Journal of International Business Studies*, vol. 19 n° 3: pp. 411-432.
- KOHLER P. and J.-L. MUCCHIELLI, 2000 : « Déterminants et conséquences des fusions acquisitions », *Revue Française de Gestion*, vol. 131.
- LA PORTA R., F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER and R. W. VISHNY, 1998 : « Law and Finance », *Journal of Political Economy*, vol. 101 : pp. 678-709.
- LA PORTA R., F. LOPEZ-DE-SILANES and A. SHLEIFER, 1999 : « Corporate ownership around the world », *Journal of Finance*, vol. 54 : pp. 471-517.
- LEE J. and E. MANSFIELD, 1996 : « Intellectual Property Protection and US Foreign Direct Investment », *Review of Economics and Statistics*, vol. 78 : pp. 181-186.
- LOURI H., 2001 : « Entry Through Acquisition: Determinants of Multinational Firm Choices », *Review of Industrial Organization*, n° 19 : pp. 199-209.
- MADDALA G., 1983 : *Limited Dependent And Qualitative Variables in Econometrics*, Econometric Society Monographs, n° 3, Cambridge University Press.
- MAHBOOBI L., 2002 : « Recent privatisation trends in OECD countries », OECD, Corporate Affairs Division, *mimeo*.
- MAYER T. and J.-L. MUCCHIELLI, 1999 : « La localisation à l'étranger des entreprises multinationales: une approche d'économie géographique hiérarchisée appliquée aux entreprises japonaises en Europe », *Économie et Statistique*, n° 326-327.
- McFADDEN D., 1974 : « Conditional Logit Analysis of Qualitative Choice Behaviour », in P. ZAREMBKA (eds.): *Frontiers in Econometrics*, Academic Press, New-York, pp. 105-142.
- McFADDEN D., 1984 : « Econometric Analysis of Qualitative Response Models », in Z. GRILICHES & M.D. INTRILIGATOR (eds.): *Handbook of Econometrics*, Amsterdam, Elsevier/North-Holland, vol. 2.
- MOROSINI P., S. SHANE and H. SINGH, 1998 : « National cultural distance and cross-border acquisition performance », *Journal of International Business Studies*, vol. 29 n° 1: pp. 137-158.
- MUCCHIELLI J.-L. and F. PUECH, 2003 : « Internationalisation et localisation des firmes multinationales: l'exemple des entreprises françaises en Europe », *Économie et Statistique*, n° 363-364-365.

- NEARY P., 2001 : « Of Hype and Hyperbola: Introducing the New Economic Geography », *Journal of Economic Literature*, vol. 39: pp. 536-561.
- NEARY P., 2004 : « Cross-border mergers as instruments of comparative advantage », *University College Dublin*, mimeo.
- OECD, 2001 : *New Patterns of Industrial Globalisation Cross-border Mergers and Acquisitions and Strategic Alliance*, Organisation for Economic Co-operation and Development, Paris.
- Ó HUALLACHÁIN B. and N. REID, 1997 : « Acquisition versus Greenfield Investment: The Location and Growth of Japanese Manufacturers in the United States », *Regional Studies*, vol. 31 n° 4: pp. 403-416.
- ROSSI S. and P. VOLPIN, 2003 : « Cross-Country Determinants of Mergers and Acquisitions », *CEPR Discussion Paper 3889*.
- SCHENK, 1996 : « Bandwagon Mergers, International Competitiveness, and Government Policy », *Empirica*, vol. 23 n° 3: pp. 255-278.
- SCHERER F. and D. ROSS, 1990 : *Industrial Market Structure and Economic Performance*, Houghton Mifflin.
- SMITH D. and R. FLORIDA, 1994 : « Agglomeration and Industrial location: An Econometric Analysis of Japanese-Affiliated Manufacturing Establishments in Automotive-Related Industries », *Journal of Urban Economics*, vol. 36: pp. 23-41.
- STIGLER G., 1950 : « Monopoly and Oligopoly by Mergers », *American Economic Review*, vol. 74: pp. 572-87.
- TRAIN K., 1983 : *Qualitative Choice Analysis: Theory, Econometrics, and an Application to Automobile Demand*, Cambridge: MIT Press, 2 edition.
- WHEELER D. and A. MODY, 1992 : « International Investment Location Decisions: The Case of U.S. firms », *Journal of International Economics*, vol. 33 n° 1-2: pp. 57-76.
- YAMAWAKI H., 1993 : *Location Decisions of Japanese Multinational Firms in European Manufacturing Industry*, in K. HUGHES (ed): *European Competitiveness*, Cambridge University Press, Cambridge.
- ZEJAN M., 1990 : « New Ventures or Acquisitions: The choice of Swedish Multinational Enterprises », *Journal of Industrial Economics*, vol. 38 no 3: pp. 349-355.

## ANNEXE I

### Description de la base de données de F&A

Les tableaux 1 et 2 résument respectivement la distribution par pays et par secteur des F&A recensées dans notre échantillon. Le graphique décrit l'évolution de leur nombre au cours des années 1990.

AI-1. Répartition des F&A par pays (années 1990-1999)

Pays	Firmes acheteuses	Firmes vendeuses
Autriche	5	5
Belgique	19	11
Canada	3	8
Danemark	8	2
Finlande	5	4
France	47	85
Allemagne	67	63
Italie	29	9
Japon	5	10
Corée	1	1
Pays-Bas	34	35
Norvège	3	3
Portugal	5	0
Espagne	29	6
Suède	21	16
Grande-Bretagne	81	59
États-Unis	37	78
Luxembourg	1	5
Total	400	400

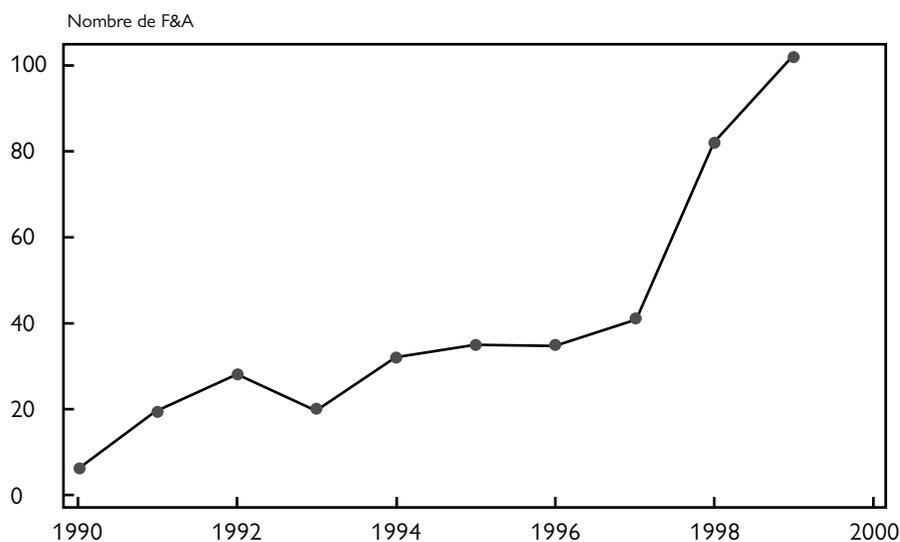
Source: base DOME.

AI-2. Répartition des F&A par secteur

Secteurs	Acheteurs	Vendeurs
Agriculture, Chasse, Sylviculture et Pêche	4	3
Activités Extractives	4	6
Produits Alimentaires, Boissons et Tabac	13	12
Textiles, Articles d'Habillement, Cuirs et Chaussures	1	4
Production de Bois, Articles en Bois et Liège	3	2
Pâtes, Papier, Articles en Papier, Imprimerie et Édition	10	9
Prod. Chimiques, Caoutchouc, Plastiques et Pétroliers	54	52
Autres Produits Minéraux non Métalliques	6	7
Métallurgiques de Base et Ouvrages en Métaux	20	20
Machines et Matériel	47	51
Matériel de Transport	44	36
Industries Manufacturières n.c.a et Récupération	1	2
Électricité, Gaz et Eaux	12	8
Construction	2	6
Commerce de Gros et de Détail, Restaurants et Hôtels	37	43
Transports, Entreposage et Communication	37	37
Finance, Assurance, Immobilier et Services aux Entreprises	95	86
Services Collectifs, Sociaux et Personnels	10	16

Source : base DOME.

Évolution des F&A dans le temps



Source : base DOME.

## ANNEXE II

### Méthode du logit conditionnel

Lorsque l'on applique le logit conditionnel, les régressions sont rassemblées et implémentées opération par opération de F&A<sup>1</sup>. Les caractéristiques secteur/pays de l'entreprise acheteuse ne varient donc pas pour chacune de ces opérations<sup>2</sup>. Le profit relatif à chaque choix de localisation ne dépend principalement que des caractéristiques  $X_s^j$  du pays  $j$  de la firme-cible:  $G_j = g(X_s^j)$ .  $G_j$  est plus précisément égal à  $\beta X_s^j + e_j$  où  $\beta$  et  $e_j$  correspondent respectivement à un vecteur des coefficients des paramètres estimés et à un terme d'erreur<sup>3</sup>. Sachant qu'une entreprise décidera de racheter une firme localisée en  $j$  que si cette localisation lui procure un profit supérieur à celui obtenu en se localisant ailleurs, la probabilité de choisir la localisation s'écrit:

$$Prob_j = Prob(G_j > G_k) = Prob(e_k < e_j + \beta(X_s^j - X_s^k)), \forall k \neq j \quad (1)$$

Sous l'hypothèse que les erreurs sont identiquement et indépendamment distribuées, et qu'elles suivent une distribution de type double exponentielle (Maddala, 1983), on peut montrer que:

$$Prob_j = \frac{e^{\beta X_s^j}}{\sum_j^n e^{\beta X_s^j}} \quad (2)$$

où  $Prob_j$  représente la probabilité de se localiser en  $j$ <sup>4</sup>. En notant  $d_{ij}$  quand la firme  $i$  choisit de se localiser en  $j$  et  $d_{ij} = 0$  dans le cas contraire, l'estimation revient à maximiser le log suivant de la fonction de vraisemblance:

$$\log LL = \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^n d_{ij} \log Prob_{ij} \quad (3)$$

1. Le modèle de comptage représente une méthode alternative au logit conditionnel. Figueiredo et alii (2002) et Guimarães et alii (2003) montrent cependant que sous certaines conditions, ces deux types de modèle aboutissent à des résultats équivalents. Toutefois, la méthode du logit conditionnel permet, contrairement au modèle de comptage, d'estimer l'influence des variables bilatérales entre pays, telles que la distance géographique ou culturelle. En agrégeant les choix individuels des entreprises par secteur/pays de la firme rachetée pour chaque année, le modèle de comptage perd toute information sur la localisation initiale de l'entreprise acheteuse (Bertrand et alii, 2004).

2. Pratiquement, le logit conditionnel ne permet pas d'inclure les caractéristiques individuelles des entreprises achetées comme variables explicatives. Il faudrait en effet collecter des informations sur l'ensemble des situations contre-factuelles, c'est à dire des entreprises existantes pour chaque pays/secteur/année. Ces entreprises constituent un choix alternatif à la F&A observée. Par ailleurs, nous n'introduisons pas d'effets fixes années et/ou secteurs, ni d'effets fixes individuels par firmes acheteuses. Les régressions se faisant année par année, il n'existe pas par exemple de variabilité dans le temps entre les choix alternatifs. L'absence de variabilité explique également que l'on ne puisse inclure d'effets fixes secteurs ou individuels.

3. Le terme d'erreur peut incorporer la partie aléatoire du processus de maximisation, les caractéristiques inobservables des localisations ou encore des erreurs de mesure.

4. L'estimation des coefficients  $\beta$  se fait par maximum de vraisemblance. On évalue les valeurs  $\beta$  en maximisant la probabilité que chaque individu de l'échantillon choisisse l'alternative qu'il a réellement choisie (Train, 1983).

où  $N$  est la taille de l'échantillon. Par ailleurs, les variables exogènes sont exprimées en logarithme afin de les interpréter en terme d'élasticité<sup>5</sup>. Nous retirons de l'équation 2 que :

$$\frac{\partial Prob_j}{\partial X_s^j} \frac{X_s^j}{Prob_j} = \beta_s (1 - Prob_j) \quad (4)$$

où  $\beta_s$  représente le coefficient estimé de la variable  $X_s^j$ . Toutefois, ce coefficient surévalue légèrement l'élasticité de probabilité de localisation. La surévaluation moyenne des coefficients peut cependant être estimée, et donc corrigée<sup>6</sup>.

5. Il s'agit plus précisément de l'élasticité de la probabilité de localisation d'un investisseur moyen (Mayer et Mucchielli, 1999; Crozet et alii, 2004).

6. La probabilité moyenne de choisir la localisation  $j$  est égale à  $Prob_j = 1/n$  où  $n$  est le nombre de choix alternatifs.

## ANNEXE III

### Résumé des variables et sources des données

Variables et sources des données	
Taille du marché	production sectorielle à prix courants * (base STAN de l'OCDE ISIC Rev3, 1990? 1999)
Coût du travail	Rémunération moyenne par salarié à prix courants = $\frac{\text{masse salariale}}{\text{emploi}}$ base STAN de l'OCDE ISIC Rev3, 1990? 1999)
Productivité	productivité moyenne par salarié à prix courants = $\frac{\text{valeur ajoutée}}{\text{emploi}}$ (base STAN de l'OCDE ISIC Rev3, 1990-1999)
Mimétisme	Nombre de firmes achetées par secteur/ pays les 3 années précédant chaque opération de F&A (base DOME)
Distance géographique	distance géographique séparant les capitales des pays concernés (calculs des distances géodésiques par le CEPII)
Distance culturelle	distance culturelle entre les pays concernés = $\sqrt{\sum_{i=1}^{i=4} (I_{iA} - I_{iB})^2}$ (calculs effectués à partir de Hofstede, 1983)
Taux d'imposition	indicateur d'imposition des entreprises par pays (World Tax Database, OTPR)
Accès au marché	mesure de l'accès bilatéral au marché = $\sqrt{\frac{m_{ij}m_{ji}}{m_{ii}m_{jj}}}$ (calculs effectués à partir de la base STAN de l'OCDE ISIC Rev3, 1990-1999)
Capitalisation	Capitalisation boursière des firmes cotées dans un pays (World Development Indicators, Word Bank)
Structure de propriété	part des entreprises sans actionnaire contrôlant l'entreprise (La Porta et alii, 1999)
Privatisation	valeur des privatisations par pays (Mahboobi (2002), OCDE)
Règles juridiques	similitude (ou non) des règles juridiques dans les deux pays (La Porta et alii, 1998)
Ouverture financière	part des actions détenues par les résidents étrangers sur le marché boursier (Eurostat)

\* Toutes les variables en valeur ont été converties en dollars.