INTERNATIONAL JOURNAL OF RESEARCH IN ECONOMICS AND FINANCE, 2026, Vol. 3, No. 11-1, 69-86, http://doi.org/10.71420/ijref.v3i11-1.449

Restructurations financières et performance boursière des entreprises cibles : une analyse des dimensions sectorielles et stratégiques

Financial Restructuring and Stock Market Performance of Target Firms: An Analysis of Sectoral and Strategic Dimensions

Anas EL AMRANI
Laboratoire de recherche en Management et Développement des Entreprises et des Organisations (MADEO), Université Mohammed Premier, Oujda, Maroc.

Résumé. La diversité des performances post-restructuration appelle un examen des entreprises cibles demeurant cotées. Cet article étudie leur performance boursière à la Bourse de Casablanca, en distinguant la proximité sectorielle entre cible et acquéreur et la perspective stratégique explicitement communiquée par l'acquéreur. L'analyse à long terme porte sur 63 observations d'opérations identifiées entre 2010 et 2019. L'étude d'événement examine les horizons M12, M24 et M36, cumulatifs depuis M1, premier mois suivant celui de l'événement. Les rendements anormaux de détention composés (BHAR), mesurés relativement au MASI, constituent la mesure globale principale ; les rentabilités anormales moyennes cumulées (RAMC), issues du modèle de marché, complètent cette analyse et servent aux analyses par modalités. Les BHAR globaux sont positifs et significatifs à M24 et M36, mais non significatifs à M12 ; les RAMC globales ne sont significatives à aucun horizon. Les conclusions dépendent de la mesure retenue. Les RAMC des opérations caractérisées par une proximité sectorielle sont positives et significatives à M24 et M36 ; celles des opérations assorties d'une perspective stratégique explicitement communiquée le sont à M12 et M24, mais restent positives et non significatives à M36. L'apport principal de cette étude est une extension empirique située aux cibles cotées marocaines, complétée par une lecture temporelle exploratoire des configurations observées.
Mots-clés: *Restructurations capitalistiques ; entreprises cibles cotées ; performance boursière post-restructuration ; étude d'événement ; proximité sectorielle ; perspective stratégique communiquée ; Bourse de Casablanca.*

Abstract. Heterogeneous post-restructuring outcomes warrant specific attention to target firms that remain listed. This article examines post-restructuring stock-market performance on the Casablanca Stock Exchange, distinguishing industry relatedness between targets and acquirers from a strategic rationale explicitly communicated by the acquirer. The long-run sample comprises 63 transaction observations identified between 2010 and 2019. An event-study methodology considers M12, M24 and M36 as cumulative horizons from M1, the first calendar month following the event month. Buy-and-hold abnormal returns (BHARs), benchmarked against the MASI, provide the primary aggregate performance measure. Cumulative average abnormal returns (CAARs), calculated using the market model, supplement the aggregate analysis and provide the measure for category-specific analyses. Aggregate BHARs are positive and statistically significant at M24 and M36, but not significant at M12; aggregate CAARs are insignificant at all three horizons. Inference therefore depends on the performance measure. For transactions characterized by industry relatedness, CAARs are positive and significant at M24 and M36. For those with an explicitly communicated strategic rationale, they are positive and significant at M12 and M24, remaining positive but insignificant at M36. The primary contribution of this study is a context-specific empirical extension to Moroccan listed targets, complemented by an exploratory temporal reading of the observed performance configurations.

Keywords: *Ownership restructuring; listed target firms; post-restructuring stock-market performance; event study; industry relatedness; communicated strategic rationale; Casablanca Stock Exchange.*

1. Introduction

Les restructurations financières recomposent les droits de propriété et les conditions dans lesquelles les entreprises mobilisent leurs ressources. Acquisitions et prises de participation portent ainsi une attente de valorisation, dont la traduction boursière reste difficile à apprécier au-delà de l'annonce. Andrade, Mitchell et Stafford (2001) observent une réaction d'annonce favorable pour les parties de l'opération et une amélioration de leur performance opérationnelle relative. Ce constat ne résout pourtant pas la question du rendement ultérieur de chaque entreprise. La méta-analyse de King et al. (2021) montre que les relations entre les caractéristiques des acquisitions et leurs performances varient selon les mesures retenues. Nous partons de cette difficulté : pour interpréter la performance d'une restructuration, il faut d'abord préciser quels actionnaires, quelle période et quelle mesure nous observons.

Notre intérêt porte sur les entreprises cibles qui demeurent cotées après l'opération. Une modification du capital ou du contrôle transforme leur environnement de développement sans nécessairement faire disparaître leur titre. Leur suivi permet alors d'examiner la valorisation des droits de leurs propres actionnaires, distincte du rendement de l'acquéreur et de la valeur totale de l'opération. Les acquisitions partielles étudiées par Zhu, Jog et Otchere (2011) dans les marchés émergents illustrent cette configuration. Nous retenons précisément cet espace d'observation : des cibles dont les cours restent disponibles pendant une période où les perspectives de la restructuration peuvent être confirmées, révisées ou déçues.

Deux dimensions nous paraissent utiles pour organiser l'examen de cette diversité. La proximité sectorielle décrit une configuration observable de l'opération et peut renvoyer à une familiarité avec les activités de la cible. Harrison et al. (1991) invitent cependant à distinguer similarité des activités et complémentarité des ressources. La perspective stratégique communiquée porte sur un autre objet : l'explication que l'acquéreur rend accessible aux investisseurs. Les travaux de Dutordoir, Roosenboom et Vasconcelos (2014) sur la divulgation des synergies soulignent la pertinence boursière de cette information pour les acquéreurs à l'annonce. Dans ce sillage, Aalbers et al. (2021) étudient la réaction du marché à l'annonce d'acquisitions en distinguant la nature des motivations annoncées et le rôle de la proximité sectorielle. Nous prolongeons cette interrogation en suivant, après le mois de l'événement, les titres de sociétés cibles qui demeurent cotées à la bourse de Casablanca. Le périmètre inclut des modifications de participation qui ne prennent pas toutes la forme d'une acquisition intégrale. Notre indicateur stratégique saisit la présence d'une motivation explicite dans l'information examinée.

Nous rapprochons ces deux dimensions pour étudier les cibles à long terme, tout en conservant la différence entre une caractéristique de l'opération et son interprétation publiquement proposée.

La Bourse de Casablanca offre un terrain où cette question peut être abordée au-delà des seules acquisitions fortement médiatisées. Les déclarations de franchissement de seuil de participation donnent accès à des prises de participation et à d'autres modifications du capital de sociétés cotées. Elles permettent de documenter des restructurations dont la cible subsiste et peut être suivie après l'information initiale. Le terrain marocain nous intéresse donc par la matière empirique qu'il rend observable : des recompositions capitalistiques diverses, dans un contexte encore relativement peu couvert par les travaux mobilisés.

La littérature nous laisse ainsi une interrogation précise sur les cibles restant observables : quelles configurations de performance boursière à long terme rencontre-t-on selon la

proximité sectorielle et l'existence d'une perspective stratégique explicitement communiquée ? Nous examinons ces deux caractéristiques dans un même échantillon et aux mêmes horizons. Cette formulation privilégie les performances observées au sein des modalités retenues, en prolongeant des recherches dont les populations et les indicateurs diffèrent. Elle permet de faire dialoguer une lecture structurelle de la restructuration avec une lecture informationnelle, sans confondre leurs objets.

Notre étude porte sur 63 observations d'opérations concernant des cibles cotées à la Bourse de Casablanca, identifiées entre 2010 et 2019. Une étude d'événement à long terme examine les horizons cumulatifs de douze, vingt-quatre et trente-six mois, à partir du mois suivant l'événement ; les derniers suivis s'étendent jusqu'en 2022. Nous associons une mesure de détention composée relativement au MASI à une mesure arithmétique des rendements anormaux, utilisée également pour l'examen des deux dimensions.

L'apport de l'étude est de mesure, sur un même échantillon et aux mêmes horizons, les profils de rentabilités anormales moyennes cumulées observés pour chacune des deux dimensions.

Le plan de cet article sera organisé comme suite : la section 2 présente le cadre théorique et développe les hypothèses de recherches. La section 3 décrit le contexte de l'étude, la constitution de l'échantillon et la méthodologie. Par la suite, la section 4 expose les résultats empiriques, que la section 5 discute. Enfin, la section 6 revient sur les apports, les limites et les prolongements de la recherche.

2. Cadre théorique et développement des hypothèses

a. Performance boursière des entreprises cibles après restructuration

Nous situons la performance étudiée du côté des actionnaires de la cible. L'acquéreur engage des ressources pour accéder à une participation, à des actifs ou à un contrôle ; la cible voit évoluer les conditions dans lesquelles ses propres ressources peuvent être exploitées. Une nouvelle configuration de propriété peut lui ouvrir des possibilités de financement, l'accès à des compétences ou une réorientation de ses activités. Le rendement de son titre renseigne la valorisation de ses droits actionnariaux, sans se confondre avec la performance de l'acquéreur ou la valeur totale produite par l'opération. Cette distinction est particulièrement utile dans les restructurations qui modifient une participation tout en maintenant la cible cotée.

La révision des anticipations à l'annonce et les rendements ultérieurs constituent également deux objets différents. Une réaction favorable pour les parties combinées, telle que celle observée par Andrade et al. (2001), ne suffit pas à caractériser la performance post-restructuration de chaque cible. Nous nous intéressons à la période au cours de laquelle les perspectives annoncées peuvent évoluer. En excluant le mois de l'événement du suivi, notre dispositif distingue la performance prolongée de la prime éventuellement incorporée lors de l'information initiale.

Ce suivi dépend de la forme de l'opération. Une cible absorbée ne conserve pas un titre représentant une entreprise autonome ; une cible subsistant après une prise de participation peut rester observable. Zhu et al. (2011) étudient cette seconde configuration dans les marchés émergents, en distinguant notamment les motivations d'entrée sur un marché et de contrôle de l'entreprise. Leur travail fournit un point d'appui pour notre choix de population : suivre les cibles dont les cours permettent d'examiner les rendements après la restructuration.

Nous distinguons enfin performance opérationnelle et performance boursière. La première renseigne l'utilisation des actifs ; la seconde, la valorisation du titre relativement à une référence. La variation des relations selon les mesures, soulignée par King et al. (2021), rejoint les difficultés de mesure à long terme analysées par Barber et Lyon (1997). Nous retenons donc des indicateurs complémentaires, dont nous conservons les interprétations

propres. Ce choix prépare l'analyse des configurations sectorielles et stratégiques sans présumer qu'une seule mesure résume la performance des cibles.

Les deux dimensions retenues décrivent l'appartenance de la cible et de l'acquéreur à un même secteur et l'existence d'une motivation stratégique explicitement communiquée par l'acquéreur. Elles peuvent coexister dans une opération. Chacune fonde une attente de performance anormale positive pour les cibles de la modalité concernée, à partir de mécanismes distincts que nous examinons successivement.

b. Proximité sectorielle et théorie fondée sur les ressources

La théorie fondée sur les ressources (Resource-Based View — RBV) nous aide à relier une recomposition de propriété aux possibilités de valorisation de la cible. Barney (1991) souligne l'hétérogénéité des ressources et la mobilité imparfaite de certaines d'entre elles ; leur valeur, leur rareté et la difficulté à les imiter ou à leur substituer des ressources équivalentes interviennent dans la formation d'un avantage durable. Une restructuration peut modifier les conditions de mobilisation des actifs technologiques, humains ou organisationnels. Pour la cible, la question porte sur la préservation et l'usage de ses compétences dans ce nouvel environnement, plutôt que sur la seule extension du portefeuille de l'acquéreur.

Nous rapprochons la proximité sectorielle de cette question parce qu'un acquéreur évoluant dans le même secteur peut mieux connaître les technologies, les débouchés et les contraintes de la cible. Cette familiarité pourrait faciliter l'appréciation de ses ressources et leur coordination. Elle rend plausible une cohérence entre les compétences de l'entreprise et les orientations de son actionnaire, sans exiger l'identité de leurs actifs. La valeur attendue peut précisément provenir de ressources différentes mais complémentaires.

Harrison et al. (1991) donnent à cette distinction une portée empirique. En confrontant les similitudes et les différences d'allocation des ressources, ils montrent une contribution des différences à la performance de l'entreprise fusionnée. Nous ne pouvons donc ramener la complémentarité à la seule appartenance sectorielle. Un secteur commun peut fournir des connaissances partagées sans révéler les combinaisons effectivement utiles ; des secteurs différents peuvent, inversement, abriter des ressources complémentaires. Le classement sectoriel demeure un repère pertinent, mais moins précis qu'une observation directe des ressources réunies.

La littérature souligne aussi que la combinaison envisagée ne se réalise pas nécessairement selon un calendrier uniforme. Feldman et Hernandez (2022) distinguent plusieurs sources de synergie et relient théoriquement leurs délais et leurs durées à l'intégration nécessaire et au contrôle des actifs. Mirc et al. (2023), dans une acquisition du secteur du conseil, décrivent des incompatibilités rencontrées lors de la combinaison de routines initialement jugées prometteuses. Ces travaux nous conduisent à distinguer la cohérence perçue avant l'opération de la compatibilité construite pendant son exécution. Ils justifient l'intérêt d'un suivi prolongé, sans fixer à l'avance un horizon boursier de réalisation des gains.

La répartition de la valeur appelle une autre distinction. Barney (1988) montre théoriquement qu'une proximité stratégique ne garantit pas un rendement anormal aux actionnaires de l'acquéreur : la spécificité et le caractère inattendu des synergies interviennent dans son raisonnement. Nous conservons ce résultat dans sa population d'origine ; son intérêt ici est de rappeler que potentiel économique et appropriation actionnariale ne sont pas équivalents. King et al. (2021) confirment, à un niveau plus général, que les relations entre proximité et performance varient avec la mesure retenue. L'attente favorable à la proximité sectorielle doit donc être formulée sur un objet précis.

Pour les cibles, nous retenons l'argument d'une continuité et d'une valorisation possibles des compétences dans le nouvel environnement de propriété. La proximité sectorielle est identifiée par l'appartenance de la cible et de l'acquéreur au même secteur selon la classification de la Bourse de Casablanca. Cet indicateur approche une cohérence structurelle observable ; il ne mesure pas directement les synergies, la complémentarité des ressources ou la qualité de l'intégration. Notre attente porte sur une performance positive des cibles caractérisées par cette proximité, sans imposer une progression d'un horizon à l'autre. Ces éléments nous conduisent à l'hypothèse suivante.

H1. Les entreprises cibles engagées dans des restructurations caractérisées par une proximité sectorielle présentent, une performance boursière anormale positive après l'opération. Cette hypothèse est examinée à chaque horizon au moyen d'un test des RAMC contre zéro au sein de la modalité « proximité sectorielle : Oui ».

c. Perspective stratégique communiquée et théorie du signal

L'évaluation d'une restructuration dépend aussi de l'information accessible aux investisseurs. Les dirigeants et l'acquéreur disposent d'éléments sur les objectifs et les perspectives de l'opération que les investisseurs extérieurs n'observent pas intégralement. La théorie du signal permet d'organiser cette asymétrie. Ross (1977) montre, dans son analyse de la structure financière, comment des choix observables articulés aux incitations des dirigeants peuvent transmettre une information au marché. Nous mobilisons cette logique pour examiner la motivation stratégique rendue publique, tout en distinguant une déclaration d'un signal dont la crédibilité serait établie dans un modèle d'équilibre.

Une intention de développement, de recentrage ou de participation à la gouvernance donne un contenu économique à la modification de participation. Elle indique les usages envisagés de la nouvelle configuration et peut aider les investisseurs à apprécier les perspectives de la cible. Notre intérêt porte sur cette information disponible, dont la portée dépend du contenu de la déclaration et de sa réception. Nous ne supposons pas qu'une motivation explicitée possède le même sens ou la même force pour toutes les opérations.

Les travaux sur la divulgation confortent l'intérêt de cet objet. Dutordoir et al. (2014) observent une réception plus favorable des prévisions de synergies pour les acquéreurs, après prise en compte de l'endogénéité de la décision de publication. Shams et al. (2024) associent le degré de communication continue à la réaction du marché lors des acquisitions australiennes. Ces résultats nous incitent à examiner ce que les entreprises rendent public, mais notre mesure et notre population diffèrent : nous observons une motivation identifiée de manière binaire et des rendements prolongés sur les titres des cibles. Cette différence fonde l'extension empirique recherchée.

Rendre une information accessible ne supprime pas nécessairement l'ambiguïté de l'opération. Desyllas et al. (2024) montrent que les alliances d'une cible peuvent susciter une incertitude sur les ressources redéployables et les synergies anticipées dans les acquisitions technologiques américaines, associée à une réaction moins favorable envers l'acquéreur. Une motivation explicitée peut donc organiser l'interprétation de la restructuration tout en laissant ouvertes des questions sur sa mise en œuvre. Nous retenons l'existence d'une explication publique comme un objet observable, sans la confondre avec une information complète.

La communication peut elle-même évoluer en réponse au marché. Aktas, de Bodt et Dogan (2025) observent des dépôts moins lisibles et plus rapides lorsque les investisseurs réagissent négativement à l'annonce, résultat compatible avec un obscurcissement de l'information. Ce contrepoint nous conduit à séparer l'intention déclarée de sa véracité et de son exécution. L'indicateur de perspective stratégique communiquée ne présume donc pas une qualité uniforme du discours.

Nous circonscrivons cet indicateur à l'existence d'une motivation stratégique explicite identifiée dans les informations communiquées par l'acquéreur. Il décrit une dimension de l'information publiée, distincte de sa qualité, de sa crédibilité, de son intensité et de sa mise en œuvre. Les modalités et leur sens documentaire sont précisés dans la méthodologie. Cette délimitation permet d'examiner l'information stratégique séparément de la proximité sectorielle sans multiplier les propriétés attribuées au construit.

Notre attente favorable repose sur la possibilité qu'une perspective explicitée fournisse des éléments d'appréciation des orientations envisagées pour la cible. Une performance anormale positive des opérations concernées serait compatible avec cette attente. Nous formulons l'hypothèse sur le signe de leur performance après la restructuration, sans exiger qu'elle soit significative à chaque échéance.

H2 : Les entreprises cibles impliquées dans des opérations de restructuration assorties d'une perspective stratégique explicitement communiquée enregistrent une performance boursière anormale positive après la restructuration. Cette hypothèse est examinée à chaque horizon au moyen d'un test des RAMC contre zéro au sein de la modalité avec perspective stratégique explicitement communiquée.

3. Données et Méthodologie

a. Contexte institutionnel et boursier marocain

Nous étudions les entreprises cibles cotées à la Bourse de Casablanca à partir de l'information réglementée sur les modifications de participation et les opérations sur capital. Les publications de l'autorité de marché constituent le principal support d'identification des événements ; les cours des titres et les niveaux du MASI permettent leur suivi boursier.

Les déclarations de franchissement de seuil de participation (DFSP) renseignent notamment l'investisseur, la société concernée et la date du franchissement, à la hausse ou à la baisse. Les archives de l'Autorité marocaine du marché des capitaux (AMMC) comprennent les communications historiques du Conseil déontologique des valeurs mobilières (CDVM, 2015). Nous les utilisons pour repérer acquisitions, cessions et transferts de participation. Un franchissement est un point de repérage : la qualification de restructuration repose sur l'opération sous-jacente et les critères de sélection, en distinguant sa réalisation de la diffusion de l'information.

b. Constitution de l'échantillon

Le recensement initial a permis d'identifier 286 opérations, principalement à partir des déclarations de franchissement de seuil de participation. Après application des critères de sélection, l'échantillon de long terme comprend 63 opérations identifiées entre 2010 et 2019, concernant 42 sociétés cibles distinctes. L'opération constitue l'unité d'analyse. Ce recensement donne accès aussi bien aux acquisitions et offres publiques explicites qu'aux modifications de participation moins visibles ; les documents relatifs aux opérations servent à leur qualification et au codage des deux dimensions étudiées.

Nous retenons les opérations pour lesquelles la cible est cotée, l'événement identifiable et les données nécessaires au suivi disponibles. Les transactions représentant moins de 5 % du capital social sont exclues. Ce seuil est un choix empirique destiné à concentrer l'analyse sur des changements suffisamment substantiels de participation ; il ne définit pas juridiquement une restructuration. Des prises de participation initiales comprises entre 5 % et 10 % peuvent amorcer une accumulation conduisant ensuite à une modification plus importante de la propriété ou du contrôle.

Nous écartons les opérations mutuelles susceptibles d'être comptées deux fois, notamment lorsqu'une acquisition est suivie d'une cession donnant lieu à des déclarations distinctes. Les dons et héritages sont exclus, de même que les apports ou transferts intragroupe insuffisamment documentés pour être classés. Le filtrage prend en compte les événements confondants documentés, tels que crises sectorielles, sanctions réglementaires ou offres publiques multiples. Les radiations empêchant l'exploitation des cours ne permettent pas le suivi retenu.

Le suivi de long terme exclut également les opérations multiples concernant une même entreprise dans une fenêtre inférieure à trois ans, afin de limiter le chevauchement des périodes post-événement. L'observabilité des titres et la disponibilité des cours conditionnent ainsi les 63 observations analysées ; les exclusions ne sont pas ventilées numériquement par critère. Les séries peuvent aller jusqu'en 2022 pour les événements les plus récents, sans étendre la période de sélection au-delà de 2019. Aucun traitement particulier n'a été appliqué aux suivis traversant l'année 2020.

Les historiques des titres et du MASI proviennent de la Bourse de Casablanca ; Investing.com a complété certaines séries lacunaires après recoupement avec celles de la Bourse. Les clôtures mensuelles du BHAR sont issues de la Bourse de Casablanca. Les rendements sont simples ; le protocole documente des cours ajustés pour les dividendes et les fractionnements. Les rendements mensuels sont construits selon la dernière clôture disponible, comme précisé ci-dessous.

c. Méthodologie de l'étude d'événement et mesure de la performance

Nous retenons un dispositif d'étude d'événement à long terme, appuyé sur la datation de l'information et l'estimation préalable du modèle de marché (MacKinlay, 1997). Deux lectures de la performance sont associées : le cumul arithmétique des rendements anormaux et la différence de rendements de détention composés. La seconde décrit la performance globale de détention ; la première permet également l'examen des configurations sectorielles et stratégiques.

i. Date événementielle et estimation du modèle de marché

J0 désigne la date événementielle retenue dans la base historique pour l'information relative à l'opération. Le protocole prévoit le rattachement d'une communication pendant une séance ouverte à cette séance et d'une communication hors séance à la prochaine séance ouverte, sans que l'heure de diffusion puisse être vérifiée rétrospectivement de façon homogène pour chaque opération. Le modèle de marché est estimé par les moindres carrés ordinaires sur la fenêtre historique [−190 ; −10]. Les coefficients ainsi estimés sont ceux du dispositif historique.

La fenêtre d'estimation fournit les rendements quotidiens antérieurs à l'événement utilisés pour calibrer le modèle de marché. Le choix des bornes [−190 ; −10], exprimées en séances de bourse, couvre la période d'observation avant l'événement. La borne terminale est placée en amont de J0 afin de limiter l'influence des mouvements de cours proches de la diffusion de l'information sur l'estimation du rendement attendu. Cette distinction entre la période servant à estimer le rendement normal et celle où la performance est observée suit le principe exposé par MacKinlay (1997).

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

Pour cette estimation préalable, R_i désigne le rendement simple du titre associé à l'observation i, R le rendement de l'indice Moroccan All Shares Index (MASI) à la même séance, α_i la constante propre au titre, β_i sa sensibilité au marché et ε_i le résidu. Les coefficients estimés sont ensuite appliqués aux rendements mensuels.

ii. Mesure de la performance à long terme

Nous excluons le mois de l'événement du cumul. M1 est le premier mois civil suivant ; M12, M24 et M36 correspondent à des horizons cumulatifs depuis ce point.

M12 fournit un premier point d'observation à un an ; M24 et M36 permettent d'examiner si les constats boursiers restent observables à des échéances plus éloignées. Ce choix est adaptée à la diversité des opérations étudiées, dont les modalités de mise en œuvre peuvent différer. Les délais de réalisation des synergies peuvent notamment varier selon leur nature et le degré d'intégration nécessaire (Feldman et Hernandez, 2022). Un suivi sur trois ans s'inscrit dans la littérature sur les rendements anormaux de long terme (Barber et Lyon, 1997 ; Mitchell et Stafford, 2000). Il permet d'effectuer des observations prolongées tout en limitant, par rapport à un suivi plus long, l'exposition à d'autres événements susceptibles d'influencer les cours. Ces échéances servent à observer les rendements ; sans pour autant analyser l'évolution de la portée informationnelle de la motivation communiquée.

Les rendements mensuels du titre R_i et du marché R sont calculés à partir de la dernière clôture disponible de chaque mois, respectivement pour la cible et le MASI. Nous employons cette même convention pour les rendements entrant dans les RAMC et les BHAR :

$$R_{it} = \frac{P_{it}}{P_{i,t-1}} - 1 \; ; \quad R_{mt} = \frac{MASI_t}{MASI_{t-1}} - 1$$

Ici, t désigne un mois civil et P_i la dernière clôture disponible du titre i pour ce mois. Le rendement de M1 utilise la clôture du mois événementiel comme base, sans inclure le rendement de ce mois dans le cumul. Le rendement anormal de détention composé, ou buy-and-hold abnormal return (BHAR), compare les indices de richesse du titre et du marché :

$$BHR_{i,T} = \prod_{t=1}^{T} (1 + R_{it})$$

$$BHR_{m,T} = \prod_{t=1}^{T} (1 + R_{mt})$$

$$BHAR_{i,T} = BHR_{i,T} - BHR_{m,T}$$

$$BHAR_{i,T} = \prod_{t=1}^{T} (1 + R_{it}) - \prod_{t=1}^{T} (1 + R_{mt})$$

Nous effectuons ce calcul à T = 12, 24 et 36 mois. Le MASI est directement le benchmark du BHAR, sans entreprise appariée ni portefeuille de contrôle spécifique. Le rendement normal du modèle de marché intervient dans les rendements anormaux arithmétiques, non dans cette référence composée.

La rentabilité anormale moyenne cumulée (RAMC) procède d'une agrégation arithmétique. Nous calculons les écarts entre rendement mensuel observé et rendement normal, les moyennons transversalement, puis les additionnons de M1 à l'horizon considéré.

Pour chaque titre, nous appliquons les coefficients α_i et β_i déjà estimés au rendement mensuel du MASI, sans nouvelle estimation mensuelle. Le rendement anormal individuel AR_i est l'écart entre rendement observé et rendement normal attendu :

$$E(R_{it}) = \hat{\alpha}_i + \beta_i R_{mt}$$

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

La rentabilité anormale moyenne (RAM) est la moyenne transversale des AR_i . Les deux agrégations générales ci-dessous utilisent N observations disponibles et des bornes t_1 et t_2 qui, pour le suivi mensuel, correspondent à M1 et à l'horizon retenu. Pour une modalité g de Ng observations, la RAMC s'écrit ensuite :

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

$$RAMC_{[t_1,t_2]} = \sum_{t=t_1}^{t_2} RAM_t$$

$$RAMC_{g,T} = \sum_{t=1}^{T} \frac{1}{N_g}\sum_{i \in g} (R_{it} - E(R_{it}))$$

Nous conservons les deux lectures parce qu'une détention composée relativement au marché et une somme d'écarts au rendement normal ne répondent pas à la même construction (Barber et Lyon, 1997). Les BHAR constituent la mesure globale principale et les RAMC globales son complément. Les hypothèses H1 et H2 sont examinées à partir des RAMC des modalités définies par les deux variables.

iii. Tests statistiques

Les tests de Student examinent une performance anormale moyenne égale à zéro, à partir des BHAR individuels ou des cumuls individuels de rendements anormaux. Si X_i est la mesure individuelle, $\bar{X}$ sa moyenne, s_x son écart-type empirique et N l'effectif du test, la statistique est :

$$t = \frac{\bar{X}}{s_X / \sqrt{N}}$$

Nous appliquons les tests séparément à chaque horizon et à chaque modalité pour H1 et H2. Toutes les p-values des tableaux sont celles de Student contre zéro ; les seuils documentés sont * $p < 0{,}05$, ** $p < 0{,}01$ et *** $p < 0{,}001$. Les N indiquent les effectifs documentés des modalités dans l'échantillon.

Le test des rangs signés de Wilcoxon complète Student dans le protocole global documenté. Il repose sur les rangs des écarts individuels absolus à zéro et leurs signes ; son interprétation comme test de centre suppose la symétrie. Il ne teste donc pas le même paramètre que Student ni, à lui seul, une médiane générale. Le test de Shapiro–Wilk fournit un diagnostic de normalité distinct des tests de performance. Les tableaux présentent les tests de Student, disponibles pour l'ensemble des configurations étudiées. Aucun test de Wilcoxon par proximité sectorielle ou perspective stratégique n'est documenté dans l'analyse retenue.

La portée de l'inférence est la suivante : nous examinons les performances au sein des modalités, sans test direct Oui–Non ni identification d'un effet propre ou causal des caractéristiques. Les rapprochements entre horizons et entre dimensions restent descriptifs, avec des groupes potentiellement recouvrants. À long terme, la non-normalité, les dépendances entre observations et le choix de la référence peuvent affecter l'inférence

(Barber et Lyon, 1997 ; Lyon et al., 1999). Ces propriétés encadrent l'interprétation des résultats sans retirer aux tests leur fonction d'examen de la performance contre zéro.

iv. Définition et opérationnalisation des variables stratégiques

Nous codons la proximité sectorielle « Oui » lorsque la cible et l'acquéreur appartiennent au même secteur selon la classification de la Bourse de Casablanca, et « Non » dans le cas contraire. Ce repère de cohérence structurelle ne prétend pas mesurer directement les synergies ou la complémentarité des ressources.

La variable de perspective stratégique communiquée identifie l'existence d'une motivation stratégique explicite communiquée par l'acquéreur, telle qu'une volonté de siéger au conseil d'administration, une croissance externe ou un recentrage. La modalité « Oui » correspond à une motivation identifiée ; « Non » signifie absence de motivation stratégique explicite identifiée dans l'information examinée et non absence réelle de stratégie. Les indicateurs sont traités séparément et peuvent concerner les mêmes opérations. Nous disposons de 22 observations « Oui » et 41 « Non » pour la proximité sectorielle, et de 13 « Oui » et 50 « Non » pour la perspective stratégique communiquée.

Tableau 1 — Définition et opérationnalisation des principales variables

Variable	Définition	Mesure / codage	Fréquence
R_i	Rendement simple du titre de la cible	Variation relative du cours ajusté ; dernière clôture mensuelle pour AR mensuels, RAMC et BHAR	Mensuelle
R	Rendement de marché	Variation relative du MASI ; dernière clôture mensuelle pour AR mensuels, RAMC et BHAR	Mensuelle
AR_i	Rendement anormal individuel	$R_i - E(R_i)$, modèle de marché	Mensuelle
RAM	Rentabilité anormale moyenne	Moyenne transversale des AR	Mensuelle
RAMC	Rentabilité anormale moyenne cumulée	Somme temporelle des RAM ; par groupe à M12/M24/M36	Mensuelle
BHAR	Rendement anormal de détention composé	Différence des produits de (1 + R) du titre et du MASI	Mensuelle ; M12/M24/ M36
Proximité sectorielle	Même secteur pour la cible et l'acquéreur selon la classification de la Bourse de Casablanca	Oui / Non	Par opération
Perspective stratégique communiquée	Motivation stratégique explicite identifiée	Oui / Non	Par opération

Source : Par nos soins.

4. Résultats

a. Performance post-restructuration globale des entreprises cibles

Nous observons d'abord la performance des 63 opérations prises ensemble. Le tableau 2 distingue les BHAR et les RAMC aux trois horizons cumulatifs. À M12, le BHAR moyen de +0,22 % (p = 0,9465) est très proche de zéro et non significatif. À M24 et M36, les performances de détention composées sont positives et significatives au seuil de 5 %, avec respectivement +4,86 % (p = 0,0232) et +7,72 % (p = 0,01359). Une performance positive relativement au MASI est ainsi statistiquement identifiable à ces deux échéances.

Tableau 2 — Performance boursière post-restructuration globale des entreprises cibles

A. Mesure principale : BHAR

Horizon	BHAR moyen (%)	p-value	Significativité
M12	+0,22	0,9465	NS
M24	+4,86	0,0232	*
M36	+7,72	0,01359	*

Source : calculs de l'étude.

B. Mesure complémentaire : RAMC globales

Horizon	RAMC (%)	p-value	Significativité
M12	−1,32	0,6674	NS
M24	+0,89	0,8477	NS
M36	+4,91	0,3995	NS

Source : calculs de l'étude.

Les RAMC globales ne présentent de significativité à aucun horizon. Cette observation nous conduit à qualifier le constat précédent par sa mesure : les résultats favorables de détention composée à M24 et M36 ne se retrouvent pas dans l'inférence sur les cumuls arithmétiques. Nous retenons cette divergence comme une propriété du résultat global, dont la portée sera discutée avant d'interpréter les configurations par modalités.

b. Performance selon la proximité sectorielle

La première partition distingue les 22 observations caractérisées par un secteur commun à la cible et à l'acquéreur des 41 observations de secteurs différents. Nous examinons leurs RAMC dans le tableau 3, en conservant les résultats non significatifs à côté des résultats favorables.

Tableau 3 — Performance post-restructuration selon la proximité sectorielle

Horizon	Proximité	N_effectif	RAMC (%)	p-value	Significativité
M12	Oui	22	+0,97	0,7600	NS
M12	Non	41	−2,56	0,566	NS
M24	Oui	22	+5,45	0,0306	*
M24	Non	41	−1,56	0,812	NS
M36	Oui	22	+8,46	0,0134	*
M36	Non	41	+3,01	0,724	NS

Source : calculs de l'étude.

Pour la proximité sectorielle « Oui », les RAMC sont positives aux trois échéances : +0,97 % à M12, +5,45 % à M24 et +8,46 % à M36. Seules les deux dernières sont significatives au seuil de 5 %. Nous retenons donc un soutien à H1 à M24 et M36, sans soutien statistique à M12. Dans la modalité « Non », les moyennes sont négatives aux deux premiers horizons, puis positives à M36 ; aucune n'est significative. La proximité sectorielle s'accompagne ainsi d'une configuration favorable dans les horizons les plus prolongés observés, au sens des tests intra-modalité.

c. Performance selon la perspective stratégique communiquée

La seconde partition réunit 13 observations avec une perspective stratégique explicitement communiquée et 50 sans motivation explicite identifiée dans les documents examinés. Le tableau 4 présente les RAMC de ces deux modalités selon la définition documentaire retenue.

Tableau 4 — Performance post-restructuration selon la perspective stratégique communiquée

Horizon	Perspective stratégique	N_effectif	RAMC (%)	p-value	Significativité
M12	Oui	13	+5,45	0,0342	*
M12	Non	50	−3,08	0,392	NS
M24	Oui	13	+3,13	0,0120	*
M24	Non	50	+0,31	0,955	NS
M36	Oui	13	+2,25	0,2700	NS
M36	Non	50	+5,60	0,427	NS

Source : calculs de l'étude.

Nous observons une performance positive et significative dans la modalité « Oui » à M12 (+5,45 %) et M24 (+3,13 %), ce qui soutient H2 à ces échéances. À M36, la moyenne reste positive (+2,25 %) mais n'est pas significative. Le profil favorable est donc documenté aux deux premiers horizons, sans conclusion statistique sur son extinction au troisième. Dans la modalité « Non », la RAMC est négative à M12 puis positive à M24 et M36, sans significativité à aucune échéance.

d. Mise en regard descriptive des profils temporels

La lecture croisée révèle deux configurations : les RAMC significatives de la proximité sectorielle « Oui » se situent à M24 et M36, tandis que celles de la perspective stratégique communiquée « Oui » se situent à M12 et M24. M24 est le point commun de soutien aux deux hypothèses. Nous distinguons ces profils dans les RAMC, sans les assimiler au résultat BHAR global.

Ces profils ouvrent une interrogation sur la temporalité des dimensions structurelle et informationnelle. Les modalités « Oui » peuvent se recouvrir, leur intersection n'étant pas documentée, et les horizons sont emboîtés. Notre mise en regard est donc exploratoire : elle organise les observations, sans établir un classement de rapidité ou de persistance entre les dimensions.

5. Discussion

a. Performance post-restructuration et sensibilité à sa mesure

Le premier enseignement de notre analyse est que la performance prolongée des cibles ne reçoit pas une appréciation univoque. La performance de détention relativement au MASI est positive et significative à M24 et M36 ; l'agrégation arithmétique des rendements anormaux ne fournit pas de résultat global significatif. Ce contraste précise l'objet auquel se rapporte le constat favorable et nous invite à conserver les deux lectures dans l'appréciation du suivi boursier.

La différence tient à deux constructions : le BHAR compose les rendements du titre et du MASI, tandis que la RAMC additionne les écarts à un rendement normal estimé. Référence et agrégation changent simultanément. Nous ne pouvons attribuer le contraste à l'une de ces composantes isolément, mais nous pouvons en tirer une règle de lecture : la conclusion de performance positive doit rester attachée à la mesure qui la documente.

Barber et Lyon (1997) et Lyon et al. (1999) donnent à cette règle un fondement méthodologique en soulignant les difficultés de spécification des tests à long terme et sur des échantillons non aléatoires. La variation des relations selon les mesures, relevée par King et al. (2021), rejoint notre observation à un niveau plus général. Ce dialogue avec la littérature nous conduit à lire les résultats par modalités dans leur propre métrique, les RAMC. Ils complètent l'observation globale des cibles ; ils n'en décomposent pas les BHAR.

b. Proximité sectorielle et performance prolongée des cibles

Le soutien à H1 aux horizons M24 et M36 nous conduit à revenir aux possibilités de valorisation des ressources envisagées par la RBV (Barney, 1991). Une connaissance des métiers et des contraintes de la cible peut rendre plus plausible la coordination de ses activités dans un nouvel environnement de propriété. Les performances observées sont compatibles avec cette lecture ; elles donnent un contenu boursier à l'attente favorable sans observer directement les conditions opérationnelles de sa réalisation.

Nous interprétons donc la proximité sectorielle comme un repère de configuration. L'appartenance à un secteur commun renseigne une familiarité possible, plutôt que la complémentarité effective des actifs ou leur combinaison. La performance suivie est celle des actionnaires de la cible, ce qui impose également de distinguer valorisation boursière, efficacité productive et partage de la valeur entre les parties.

Harrison et al. (1991) rendent cette distinction particulièrement utile : la contribution des différences de ressources à la performance post-acquisition empêche d'assimiler secteur commun et complémentarité. La réserve de Barney (1988) concerne les acquéreurs, mais rappelle elle aussi qu'une proximité ne garantit pas l'appropriation de gains par une partie

donnée. Nous rapprochons ces travaux de nos résultats pour préciser l'argument favorable à la proximité, plutôt que pour lui attribuer un caractère automatique.

La temporalité des synergies proposée par Feldman et Hernandez (2022), les difficultés de combinaison des routines décrites par Mirc et al. (2023) et leur ajustement au fil des acquisitions étudié par Abravanel et al. (2025) fournissent des mécanismes possibles de coordination progressive. Ces travaux donnent un intérêt économique au suivi prolongé. Ils ne fixent cependant pas un calendrier universel que nos échéances annuelles permettraient de retrouver.

Notre résultat porte sur des rendements boursiers, qui peuvent intégrer des bénéfices futurs anticipés aussi bien que d'autres informations apparues pendant le suivi. Nous lisons les RAMC favorables à M24 et M36 comme un soutien circonscrit à l'attente formulée pour les cibles de cette configuration. Elles ne datent pas la réalisation des synergies. Cette distinction ouvre naturellement l'examen de l'information stratégique rendue accessible aux investisseurs.

c. Information stratégique communiquée et évaluation post-restructuration

Les opérations assorties d'une perspective stratégique communiquée présentent une configuration favorable à M12 et M24, avec une moyenne positive mais non significative à M36. La théorie du signal nous aide à interpréter l'intérêt d'une motivation rendue explicite : elle peut fournir un cadre d'appréciation des orientations de l'opération. Nous observons toutefois le titre de la cible, alors que la motivation est communiquée par l'acquéreur. La pertinence de cette information pour les actionnaires de la cible dépend donc des conséquences qu'ils peuvent anticiper pour leur entreprise.

Dutordoir et al. (2014) et Shams et al. (2024) documentent la pertinence de l'information dans l'évaluation des acquisitions. Aalbers et al. (2021) rapprochent les motifs annoncés, leur combinaison et la proximité sectorielle des réactions d'annonce. Nous prolongeons ce débat vers la performance des cibles, à une autre fréquence et avec un indicateur plus circonscrit. Le rapprochement éclaire l'intérêt de notre question, sans rendre équivalents les résultats obtenus sur les acquéreurs à l'annonce et nos observations prolongées.

Le contenu du discours mérite à cet égard une attention propre. Une motivation explicite fournit un repère pour lire l'opération, mais sa présence ne dit pas comment les engagements seront exécutés. Nous distinguons l'information disponible du jugement sur la stratégie elle-même ; c'est cette distinction qui donne à la variable son sens analytique.

Les contrepoints de Desyllas et al. (2024) et d'Aktas et al. (2025) enrichissent cette lecture. Une information supplémentaire peut susciter des interrogations sur les ressources mobilisables, et les réactions du marché peuvent à leur tour modifier la communication. Celle-ci s'inscrit dans une relation dynamique avec l'évaluation de l'opération. Nous ne la traitons donc pas comme un signal dont la signification serait stable et uniforme.

Les résultats à M12 et M24 suggèrent une évaluation favorable des opérations dont les motivations sont explicitées, dans la portée intra-modalité du protocole. Le résultat de M36 ne permet pas de conclure à une extinction du signal ou à une baisse statistiquement établie de la performance. Avec treize observations dans la modalité « Oui », la précision du constat mérite aussi une lecture attentive. L'actualisation du discours, sa crédibilité et son exécution restent des dimensions à approfondir ; elles ne sont pas identifiées par notre indicateur binaire.

d. Lecture croisée des configurations de performance à long terme

Nous rapprochons les deux profils pour préciser ce que l'échantillon nous apprend sur la diversité des performances. La proximité sectorielle présente un soutien statistique aux horizons M24 et M36 ; la perspective stratégique communiquée, à M12 et M24. Leur point

commun à M24 et leur localisation différente aux autres échéances invitent à examiner séparément une caractéristique structurelle et une information stratégique. Cette lecture n'impose ni une séquence entre les dimensions ni un ordre de contribution à la performance.

La RBV et la théorie du signal donnent à ce rapprochement une cohérence analytique. La première éclaire les possibilités de mobilisation des ressources dans une nouvelle configuration ; la seconde, l'information disponible pour en apprécier les perspectives. Feldman et Hernandez (2022) ont déjà théorisé la diversité des cycles de synergie, et Aalbers et al. (2021) articulé motifs annoncés et proximité sectorielle à l'annonce. Notre apport consiste à prolonger cette interrogation sur les titres des cibles et leurs horizons de suivi, sans revendiquer une opposition théorique nouvelle.

La temporalité observée doit rester celle du dispositif. M12 est une première échéance annuelle, non une réaction immédiate ; M24 et M36 cumulent également les rendements depuis M1. Les deux partitions peuvent partager des opérations et ne décrivent pas deux populations disjointes. Nous retenons donc des configurations de performance sur des périodes emboîtées, plutôt que des étapes opérationnelles successives. Les prix peuvent anticiper des bénéfices dont la réalisation ne coïncide pas avec l'horizon où un rendement est observé.

Cette lecture croisée constitue notre apport temporel exploratoire. Elle rend visibles les horizons auxquels les résultats intra-modalité soutiennent les attentes formulées, tout en conservant la sensibilité à la mesure soulignée par King et al. (2021). Elle offre une base pour approfondir les relations entre configurations structurelles, information publiée et performance prolongée, sans classer les dimensions selon une supériorité statistique.

e. Apports de la recherche et enseignements pour le marché marocain

Notre apport empirique tient au suivi de cibles cotées marocaines jusqu'à trente-six mois et à l'examen conjoint, dans un même dispositif, de deux dimensions distinctes. Nous documentons la valorisation des droits de leurs actionnaires après une recomposition du capital, plutôt que le seul rendement de l'acquéreur ou la performance totale de l'opération. L'observabilité des cours et la sélection d'opérations dont les suivis se chevauchent moins fortement rendent ce périmètre analysable. Elles définissent aussi la population à laquelle se rapportent les résultats.

Zhu et al. (2011) situent cet apport dans une littérature déjà attentive aux acquisitions partielles des marchés émergents. Leurs résultats opérationnels, différenciés selon le caractère domestique ou transfrontalier, ne sont pas assimilables à nos rendements boursiers. Le rapprochement nous permet plutôt de préciser l'intérêt des cibles qui subsistent après l'opération. Le terrain marocain étend cette observation à des modifications de participation diverses, dont toutes ne constituent pas une acquisition complète suivie d'intégration. Les caractéristiques institutionnelles du marché situent ces observations ; nous ne les mobilisons pas comme explications testées.

L'apport analytique complémentaire réside dans la lecture exploratoire des configurations par horizon. Nous articulons les possibilités de valorisation des ressources et l'information stratégique accessible aux investisseurs, en gardant les deux objets distincts. Cette approche rend la diversité observée plus lisible, sans ajouter un mécanisme identifié ni une innovation méthodologique.

Pour les dirigeants et les investisseurs, nos résultats invitent à préciser les repères utilisés pour apprécier une restructuration. Un secteur commun constitue un premier indice de cohérence, à compléter par l'examen des ressources et des conditions de coordination. Une motivation explicitée donne un point d'appui à l'analyse des orientations annoncées et de leur mise en

œuvre. Ces enseignements sont analytiques, non des promesses de rendement ou des règles d'investissement testées. La traçabilité de l'information sur les opérations présente également un intérêt pour le suivi des cibles et la recherche sur le marché marocain. Notre étude en montre l'utilité documentaire sans évaluer une politique de transparence.

6. Conclusion

Nous avons examiné la performance boursière à long terme de 63 observations de restructurations concernant des cibles cotées à la Bourse de Casablanca, identifiées entre 2010 et 2019. Notre question rapproche la performance prolongée de deux configurations observables : la proximité sectorielle et la perspective stratégique communiquée. L'étude fait apparaître une lecture dépendante de la mesure et des horizons, plutôt qu'une appréciation uniforme des opérations.

La performance globale de détention composée relativement au MASI est positive et significative à M24 et M36, alors qu'elle n'est pas significative à M12. Les RAMC globales ne sont significatives à aucun des trois horizons. Nous retenons cette divergence comme un résultat central : le constat favorable à long terme doit rester attaché à la mesure composée qui le documente.

Les configurations apportent une lecture complémentaire des RAMC. La proximité sectorielle « Oui » soutient H1 à M24 et M36, sans significativité à M12. La perspective stratégique communiquée « Oui » soutient H2 à M12 et M24 ; à M36, sa RAMC reste positive mais non significative. Ces profils renseignent les modalités observées selon la portée définie dans la méthode. Ils ne décomposent pas la performance BHAR globale.

Notre contribution est une extension empirique située vers les cibles cotées marocaines qui demeurent observables après une modification de participation. La mise en regard des horizons constitue un apport exploratoire : elle relie les propositions structurelles et informationnelles de la littérature à des configurations boursières concrètes. La RBV et la théorie du signal organisent cette interprétation sans transformer les mécanismes possibles en résultats identifiés.

La portée du constat dépend de la sélection des opérations, de la disponibilité des cours et de la composition des modalités, notamment des treize observations avec perspective stratégique communiquée. Les observations ne correspondent pas nécessairement à autant de sociétés distinctes. Les indicateurs binaires ne renseignent directement ni la complémentarité des ressources ni la crédibilité et l'exécution des motivations ; les partitions peuvent se recouvrir. Le suivi prolongé peut en outre incorporer d'autres informations. Ces limites circonscrivent la transférabilité des résultats aux cibles sélectionnées, tout en préservant leur intérêt pour l'analyse de ce terrain.

Nous voyons plusieurs prolongements à cette lecture. Un élargissement de l'échantillon et des comparaisons avec d'autres marchés permettraient d'examiner la transférabilité des constats. Une caractérisation plus fine des ressources, des motivations communiquées et de leur mise en œuvre rapprocherait les indicateurs des mécanismes discutés. Des comparaisons directes entre modalités et horizons, tenant compte du recoupement des groupes et des cumuls, pourraient approfondir les différences aujourd'hui décrites. La liquidité, la propriété et l'environnement institutionnel sont également des pistes de recherche, plutôt que des explications acquises de nos observations.

L'appréciation boursière des restructurations des cibles marocaines gagne ainsi à préciser la mesure, l'horizon et la configuration de l'opération. Notre étude documente cette diversité et fournit des repères pour son examen, en distinguant les performances observées des mécanismes susceptibles de les éclairer.

7. Références

Aalbers, R. H. L., McCarthy, K. J., et Heimeriks, K. H. (2021). Market reactions to acquisition announcements: The importance of signaling 'why' and 'where'. Long Range Planning, 54(6), 102105. https://doi.org/10.1016/j.lrp.2021.102105

Abravanel, I., Biron, M., et Brueller, N. N. (2025). How do organizations refine their post-merger integration routines over consecutive acquisitions? European Management Review, 22(3), 706–721. https://doi.org/10.1111/emre.12673

Aktas, N., de Bodt, E., et Dogan, C. D. (2025). Do investor reactions to merger announcements shape the writing of SEC filings? The British Accounting Review, 57(3), 101498. https://doi.org/10.1016/j.bar.2024.101498

Andrade, G., Mitchell, M., et Stafford, E. (2001). New Evidence and Perspectives on Mergers. Journal of Economic Perspectives, 15(2), 103–120. https://doi.org/10.1257/jep.15.2.103

Barber, B. M., et Lyon, J. D. (1997). Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics. Journal of Financial Economics, 43(3), 341–372. https://doi.org/10.1016/S0304-405X(96)00890-2

Barney, J. B. (1988). Returns to bidding firms in mergers and acquisitions: Reconsidering the relatedness hypothesis. Strategic Management Journal, 9(S1), 71–78. https://doi.org/10.1002/smj.4250090708

Barney, J. B. (1991). Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. Journal of Management, 17(1), 99–120. https://doi.org/10.1177/014920639101700108

Desyllas, P., Goossen, M. C., et Phelps, C. C. (2024). Investors' Reactions to Alliance-Engendered Acquisition Ambiguity: Evidence from U.S. Technology Deals. Journal of Management Studies, 61(4), 1618–1653. https://doi.org/10.1111/joms.12959

Dutordoir, M., Roosenboom, P., et Vasconcelos, M. (2014). Synergy disclosures in mergers and acquisitions. International Review of Financial Analysis, 31, 88–100. https://doi.org/10.1016/j.irfa.2013.09.005

Feldman, E. R., et Hernandez, E. (2022). Synergy in Mergers and Acquisitions: Typology, Life Cycles, and Value. Academy of Management Review, 47(4), 549–578. https://doi.org/10.5465/amr.2018.0345

Harrison, J. S., Hitt, M. A., Hoskisson, R. E., et Ireland, R. D. (1991). Synergies and Post-Acquisition Performance: Differences versus Similarities in Resource Allocations. Journal of Management, 17(1), 173–190. https://doi.org/10.1177/014920639101700111

King, D. R., Wang, G., Samimi, M., et Cortes, A. F. (2021). A Meta-Analytic Integration of Acquisition Performance Prediction. Journal of Management Studies, 58(5), 1198–1236. https://doi.org/10.1111/joms.12636

Lyon, J. D., Barber, B. M., et Tsai, C.-L. (1999). Improved Methods for Tests of Long-Run Abnormal Stock Returns. The Journal of Finance, 54(1), 165–201. https://doi.org/10.1111/0022-1082.00101

MacKinlay, A. C. (1997). Event Studies in Economics and Finance. Journal of Economic Literature, 35(1), 13–39. https://www.jstor.org/stable/2729691

Mirc, N., Sele, K., Rouzies, A., et Angwin, D. N. (2023). From Fit to Fitting: A Routine Dynamics Perspective on M&A Synergy Realization. Organization Studies, 44(9), 1465–1490. https://doi.org/10.1177/01708406221148324

Mitchell, M. L., et Stafford, E. (2000). Managerial Decisions and Long-Term Stock Price Performance. *The Journal of Business, 73*(3), 287–329. https://doi.org/10.1086/209645

Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. The Bell Journal of Economics, 8(1), 23–40. https://doi.org/10.2307/3003485

Shams, S., Bose, S., Gunasekarage, A., et Velayutham, E. (2024). Does continuous disclosure affect the market reaction to mergers and acquisitions announcements? Pacific-Basin Finance Journal, 88, 102540. https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2024.102540

Zhu, P. C., Jog, V., et Otchere, I. (2011). Partial acquisitions in emerging markets: A test of the strategic market entry and corporate control hypotheses. Journal of Corporate Finance, 17(2), 288–305. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2010.09.003