

UNIVERSITE DE MONTREAL

ETUDE D'UN CAS D'ACQUISITION HOSTILE

PAR

NAYLA GHORAYEB

DEPARTEMENT DE SCIENCES ECONOMIQUES

FACULTE DES ARTS ET DES SCIENCES

THÈSE PRESENTÉE À LA FACULTE DES ETUDES SUPERIEURES

EN VUE DE L'OBTENTION DU GRADE DE

MAÎTRISE ES SCIENCES (M. SC.)

JANVIER 1992

Centre de documentation

FEV 19 1992

Sciences économiques

Je tiens à remercier Monsieur Michel Poitevin pour les précieux conseils qu'il m'a donnés et l'attention qu'il a accordé à mon travail.

De même que je remercie tous les amis dont les encouragements m'ont beaucoup aidée.

TABLE DES MATIERES

PAGE

Survol de la littérature	3
Causes et conséquences des prises de contrôle	9
Etude d'un cas d'acquisition hostile	21
Bibliographie	31

Centre de documentation
FEV 19 1992
sciences économiques

INTRODUCTION

Les années 80 ont été marquées par une vague considérable de fusions et acquisitions au Canada et notamment aux Etats-Unis où la valeur réelle de cette activité a été estimée à 1.3 trillions de \$ pour la période 1980-1989, comparativement à 522 billions de \$ pour la période 1968-1979.

La fréquence élevée des tentatives de prises de contrôle montre que cette activité génère des gains effectifs qu'il serait bon d'analyser. Pour ce, on se propose de mesurer son effet sur les gains totaux des actionnaires concernés et leur division entre actionnaires de la firme "cible" et ceux de la firme "offreuse".

A partir de ceci, on essaye de détecter les sources de ces gains en passant par l'analyse des motivations et des conséquences des fusions et acquisitions.

On sait qu'il existe plusieurs catégories de prises de contrôle, on se base essentiellement sur celle des acquisitions hostiles qui semble être la plus marquante puisqu'elle entraîne souvent une compétitivité agressive au niveau de l'acquisition de la firme "cible" et aboutit par le fait même à des résultats d'autant plus intéressants.

On insiste surtout sur la période des années 80 représentée par 2 études: Celle de Bhagat, Shleifer et Vishny (1989) qui consiste en une étude empirique d'un échantillon de 62 cas de prises de contrôle hostiles ayant eu lieu aux Etats-Unis entre 1984 et 1986.

Celle de Patry et Poitevin (1991) qui considèrent un échantillon de 10 cas de prises de contrôles hostiles ayant eu lieu au Canada entre 1985 et 1989.

Ce travail consiste en premier lieu, à évoquer quelques résultats empiriques pour différentes périodes, obtenus par certains auteurs sur les gains des actionnaires provenant de l'activité des fusions et acquisitions, et les facteurs déterminant leur répartition.

La seconde partie nous aide à comprendre d'où proviennent ces gains et sera illustrée par la rubrique: causes et conséquences des acquisitions.

On termine par la présentation d'un cas d'acquisition hostile dont l'étude empirique se base sur un modèle de marché linéaire. Cette prise de contrôle concerne deux compagnies canadiennes de ressources, Gulf Canada Ressources ltd. en tant que firme "offreuse" et Asamera inc. en tant que firme "cible".

Le calcul de la prime qui représente le gain des actionnaires de la firme "cible", nous permet de comparer les résultats a ceux des études considérées afin d'aboutir à des conclusions qu'on ne peut néanmoins traiter de définitives.

Un tel cas ne peut représenter qu'une portion infime des effets des acquisitions hostiles en général, mais procure quand même des résultats pouvant être utilisés dans une étude beaucoup plus ambitieuse.

SURVOL DE LA LITTÉRATURE

Il existe deux techniques de prise de contrôle, la première est appelée "Proxy-Fight" et qui se distingue par un ensemble d'actionnaires hostiles aux dirigeants qui tentent d'obtenir le contrôle de l'entreprise en rendant ces derniers minoritaires par l'intermédiaire d'un vote en assemblée générale.

La seconde consiste à l'acquisition sur le marché, d'un nombre suffisant de titres afin d'obtenir la majorité des sièges du conseil d'administration. A ce niveau, l'offre publique d'achat est l'un des procédés utilisés où la firme "offreuse" s'adresse directement aux actionnaires de la firme "cible" et où l'acquisition hostile est caractérisée par le refus de la direction de la firme "cible" d'accepter l'offre initiale.

En général, l'activité des fusions et acquisitions augmente la valeur combinée des firmes concernées et génère des gains aux actionnaires respectifs. Ces gains se répartissent inégalement entre les actionnaires de la firme "cible" et ceux de la firme "offreuse".

On va nommer plusieurs auteurs ayant estimé l'amplitude de ces gains et les facteurs déterminant leur division. Ils se sont essentiellement basés sur les rendements anormaux des actionnaires, suite à cette activité.

Concernant les rendements anormaux des firmes "offreuses", Asquith, Bruner et Mullins (1982), ont considéré un échantillon de fusions et acquisitions ayant eu lieu entre 1963 et 1979 et ont trouvé que ces actionnaires avaient des rendements anormaux de 2.8%.

Ceux-ci étaient supérieurs de 1.8% lorsque la taille de la firme "cible" représentait la moitié de la taille de la firme "offreuse" plutôt que le 1/10ème. De même, ils étaient de 4.0% supérieurs lorsque l'offre aboutissait et de 2.6% supérieurs avant 1969.

Entre temps, Bradley , Desai et Kim (1982), se sont concentrés sur un échantillon de fusions et acquisitions ayant eu lieu entre 1963 et 1980 et ont estimé les gains réalisés par les actionnaires des firmes "cibles".

Il s'est avéré que ces derniers réalisaient des rendements anormaux postifs lors de l'annonce d'une offre publique d'achat et que ces gains ne se dissipaient pas lors du refus de l'offre.

Mais à long terme, pour que ces gains subsistent, il fallait recourir à une combinaison des ressources de la firme "cible" avec celle d'une firme "offreuse" afin de bénéficier d'un effet de synergie.

Ces mêmes auteurs (1987), ont estimé le gain total créé par un échantillon de fusions et acquisitions correspondant à la période 1963-1984. Ils ont trouvé une augmentation de 7.4% de la richesse combinée des actionnaires respectifs.

Les actionnaires de la firme "cible" bénéficiaient de la plus grande part des gains, celle-ci ayant augmenté depuis l'avènement de l'amendement Williams en 1968, ce dernier ayant soumis les offres publiques d'achat à la loi du SEC (Securities and Exchange Commission).

Quant aux actionnaires des firmes aquéreuseuses, ils réalisaient des gains significatifs durant la période 1963-1968 mais des pertes significatives durant la période 1981-1984 dues surtout au développement des tactiques défensives.

Le gain total est resté sensiblement constant à travers le temps aboutissant à la conclusion que l'augmentation des gains des actionnaires des firmes "cibles" s'est faite aux dépens des actionnaires des firmes "offreuses".

Selon Jensen (1988), les résultats obtenus à travers l'estimation d'un échantillon de fusions et acquisitions appartenant à la période 1981-1984, corroborent le fait que les acquisitions génèrent en totalité des gains de 8% de la valeur totale des compagnies concernées. Les rendements anormaux des actionnaires des firmes "cibles" dépassaient les 50% tandis que ceux des actionnaires des firmes "offreuses" se limitaient à 4%. Jensen avançait ensuite, que l'activité des fusions et acquisitions n'augmentait pas la concentration industrielle et donc que les gains ne provenaient pas de la création d'un pouvoir de monopole.

Asquith, Opler et Weston (1990), se sont basés sur un échantillon de fusions et acquisitions pour la période 1979-1987, et ont calculé un gain total de 1.26% de la valeur combinée des firmes considérées. Ils ont estimé les gains des actionnaires des firmes "cibles" à 16% tandis que les actionnaires des firmes "offreuses" subissaient des pertes de (0.5%), non significativement différentes de zéro.

Pour un échantillon de dix prises de contrôle hostiles ayant eu lieu au Canada entre 1985 et 1989, Patry et Poitevin (1991), ont évalué les gains des actionnaires des firmes acquéreuses à 3.4% tandis que ceux des actionnaires des firmes acquises étaient de l'ordre de 35.6%.

Enfin, et pour un échantillon de 62 cas de prises de contrôle hostiles ayant eu lieu aux Etats-Unis entre 1984 et 1986, Bhagat, Shleifer et Vishny ont trouvé que les firmes offreuses ont subi, en moyenne, des pertes de 15 millions de \$, négligeables face à un prix d'acquisition moyen de 1.74 milliards de \$. Quand aux firmes "cibles", leurs gains ont été estimés, en moyenne, à 430 millions de \$.

Au niveau des facteurs agissant sur la répartition des gains entre les actionnaires, Bradley, Desai et Kim (1987), se sont intéressés à la concurrence entre les firmes "offreuses" et ils ont trouvé qu'elle avait comme conséquence d'augmenter les gains des actionnaires de la firme "offreuse".

D'après Asquith, Opler et Weston (1990), plus le prix de l'offre est élevé, plus les actionnaires de la firme "offreuse" gagnent car la concurrence est moins intense.

Enfin, il s'est avéré que la concurrence entre firmes "offreuses" n'avait pas seulement comme effet un transfert de richesse des actionnaires de la firme acquéreuse vers ceux de la firme acquise, mais aussi un effet de synergie illustré par l'augmentation du gain total.

Un autre facteur agissant sur la répartition des gains serait le changement dans l'environnement des fusions et acquisitions. A ce niveau, Bradley, Desai et Kim considèrent trois périodes:

De 1963 à 1968. Pendant cette période l'argent des offres publiques d'achat n'était pas contrôlé par le gouvernement.

Ces dernières étaient considérées comme étant des transactions privées entre la firme acquéreuse et les actionnaires de la firme "cible".

De 1968 à 1980. Cette période est marquée par l'avènement de l'amendement Williams (Williams Amendment) en juin 1968, qui soumit les offres publiques d'achat à la loi du SEC (Securities and Exchange Commission). Dès lors commencèrent à apparaître les lois antitakeover, la première fut promulguée par l'état de Virginia en 1978.

De 1981 à 1984. Cette période se distingue par l'attitude de laissez-faire de l'administration Reagan et le développement de tactiques défensives sophistiquées.

Pour un échantillon d'offres publiques d'achat ayant eu lieu entre 1963 et 1984, ces auteurs ont trouvé que les gains des actionnaires des firmes acquises ont considérablement augmenté à travers le temps tandis que ceux des firmes acquéreuses ont sensiblement diminué et notamment pour la dernière période pendant laquelle ils ont souffert de perte significative.

Le fait que les gains totaux soient restés presque constants à travers ces trois périodes, entre 7% et 8%, montre que l'augmentation des gains des actionnaires des firmes acquises s'est faite aux dépens des actionnaires des firmes acquéreuses. Ainsi les lois gouvernementales ont comme simple effet de protéger ces derniers.

On remarque que tous les auteurs sont formels concernant les gains significatifs des actionnaires des firmes "cibles", ce n'est qu'au niveau des gains des actionnaires des firmes "offreuses" que les résultats diffèrent.

En effet, certains ont trouvé des rendements anormaux faibles mais positifs tandis que d'autres, des rendements anormaux négatifs et souvent non significatifs.

Sur ce fait, on se demande ce qui pourrait pousser les firmes "offreuses" à émettre des offres publiques d'achat et d'où proviennent les gains substantiels des firmes "cibles".

On espère trouver des réponses à nos questions en analysant les causes et conséquences des fusions et acquisitions et en examinant les sources de gains.

CAUSES ET CONSÉQUENCES DES PRISES DE CONTRÔLE

La motivation essentielle de l'activité des prises de contrôle est la recherche de synergies. Mais celle-ci s'avère à elle seule insuffisante pour expliquer les résultats obtenus à partir des résultats empiriques et notamment les pertes subies par les actionnaires des firmes acquéreuses.

Pour ce, on se propose, après avoir parlé du concept de synergie de définir une autre motivation qui est celle de la discipline des dirigeants. Dans ce contexte, on va aborder le problème des motivations managériales basé sur le degré de séparation entre propriété et contrôle reflété par la dispersion de l'actionnariat, et celui de l'allocation efficace des ressources.

Cette approche serait sans doute plus générale et plus proche de la réalité.

Au niveau de chaque catégorie de motivation, il existe plusieurs sources de gains pouvant se présenter après l'acquisition et dont l'analyse nous permet de comprendre d'où provient le surplus de valeur, reflété par le prix payé par la firme acquéreuse à la firme acquise et qui est bien au-delà du prix auquel était évaluée cette dernière sur le marché des actions, avant la transaction.

Ce prix payé reflète la valeur qu'attache la firme "offreuse" à cette acquisition. Pour plus de clarté, ces sources seront analysées individuellement par la suite, dans cette partie on se suffira de les mentionner.

1) LES SYNERGIES

Commençons par définir le concept de synergie. Ce dernier implique l'excès de valeur suite à une fusion d'entreprises. Par le fait même, il est représenté par un changement des caractéristiques des flux de trésorerie dégagés par les entreprises concernées.

Il existe deux sortes de synergies:

Les synergies d'ordre économique basées sur les effets générés par les fusions d'entreprises sur la rentabilité et le risque d'investissements.

Les synergies d'ordre financier reflétées par les effets de la modification de financement sur le montant et le risque des flux disponibles pour les actionnaires.

- Synergies d'ordre économique

Une prise de contrôle modifie le flux économique en renforçant le pouvoir de négociation de la nouvelle entreprise et en améliorant ses conditions d'exploitation.

La première source de modification résulte de l'augmentation de la taille de la firme acquéreuse qui lui permet d'augmenter sa part du marché et donc d'améliorer sa marge de manoeuvre au niveau de la détermination du prix de vente.

De même que cette source de modification peut résulter de l'augmentation de la consommation de matières de production qui permet à l'entreprise acquéreuse d'obtenir des conditions de paiement plus favorables. Ceci implique la diminution du besoin en fonds de roulement et par suite l'augmentation de la rentabilité des capitaux investis.

La deuxième source de modification correspond à la diminution du coût moyen de production, relatif à une augmentation de la quantité produite. Ceci est obtenu en répartissant les coûts fixes sur un nombre plus élevé d'unités fabriquées.

Ce type de synergie correspond aux économies d'échelle.

Au niveau des synergies d'ordre économique, on insiste sur trois sources de gains essentielles, qu'on verra plus tard, les désinvestissements (seloffs), les arrêts d'investissements (investment cuts) et les mises à pied (layoffs).

- Synergie d'ordre financier

Ces synergies sont basées sur les gains générés par la modification de la structure financière de la firme acquéreuse et ceci suite aux modalités de financement de cette dernière ou tout simplement des différences qui existent entre les firmes concernées.

En effet, il existe un optimum à atteindre en matière de structure du capital et cet optimum suppose un arbitrage entre l'augmentation des économies fiscales sur frais financiers suite à un endettement plus élevé, et l'augmentation du risque de faillite correspondant.

Au niveau des synergies financières la principale source de gain est reflétée par les épargnes en taxe (tax savings). Ainsi, on a suggéré une première justification aux prises de contrôle, celle-ci étant basée sur la notion de synergie. On en a distingué deux catégories, les synergies de nature économique et celle de nature financière.

Les exemples de synergie sont multiples, on a mentionné les plus évidents: L'augmentation du pouvoir du marché, les économies d'échelle et l'amélioration de la structure financière.

2) LA DISCIPLINE DES DIRIGEANTS

Le mécanisme des prises de contrôle se présente comme étant le moyen le plus efficace pour freiner les ambitions des dirigeants qui peuvent être hostiles aux actionnaires, et pour assurer une allocation des ressources plus efficace.

- Motivations managériales

Il existe certains cas d'offre publique d'achat où les dirigeants d'une entreprise "offreuse" visent des objectifs qui divergent de ceux des actionnaires.

A ce niveau, les motivations sont tout à fait d'ordre managérial et il existe une corrélation négative entre les gains générés par la firme et le degré de séparation entre propriété et contrôle.

Ceci est représenté par des modèles centrés sur les objectifs des dirigeants et sont regroupés sous le terme de "théories managériales" qui visent à justifier les offres publiques d'achat sans considérer l'effet anticipé sur la valeur de l'entreprise acquéreuse.

Souvent, les théories managériales nous aident à comprendre les résultats empiriques obtenus et notamment l'existence de perte pour les actionnaires des firmes "offreuses".

Une des variables fondamentales utilisées dans ce contexte est l'augmentation du chiffre d'affaires qui serait l'objectif primordial des dirigeants qui visent le prestige et le pouvoir, supposés croître avec la taille de l'entreprise.

La concurrence intense constitue, sans aucun doute, un frein à la liberté d'action des dirigeants puisque toute déviation comportementale de leur part, implique une réduction de la compétitivité et au pire des cas sa disparition du marché.

Mais il existe un moyen plus efficace pour discipliner le comportement des dirigeants qui est celui de la prise de contrôle, puisque ces derniers risquent d'être déstitués suite au désaveu exprimé par les actionnaires. Ceci repose sur deux principes.

Il existe une relation étroite entre la valeur d'une entreprise et l'efficacité de son management.

En effet, dès qu'il y a changement de direction, le marché révisé le cours boursier de l'entreprise en question, à la hausse ou à la baisse, selon son jugement sur la performance relative de la nouvelle équipe.

L'existence du droit de vote relatif à chaque action permet aux actionnaires de se prononcer régulièrement sur la volonté de remplacement de l'équipe dirigeante.

C'est donc l'efficience du marché financier et l'existence du droit de vote qui représentent la meilleure protection pour les actionnaires contre les comportements hostiles éventuels de leurs dirigeants, étant donné qu'ils constituent une source de motivation pour les prises de contrôle.

- Allocation efficace des ressources

Les contraintes de la concurrence exigent la recherche de la plus grande efficacité possible et cette dernière dépend de la capacité de l'entreprise de résoudre au mieux les problèmes d'agence.

Comme ont dit Jensen et Ruback (1983), "le marché du contrôle est un marché dans lequel des équipes de dirigeants concurrentes se disputent le droit de gérer les ressources de l'entreprise".

En effet, le principe de la libre transférabilité des droits de propriété implique l'utilisation des biens avec la meilleure efficacité possible, et donc leur détention par les individus les plus compétents qui en retireront le plus de rendement possible.

Pour illustrer ceci, considérons une entreprise mal gérée, son cours boursier reflète les anticipations des investisseurs sur les dividendes futurs qui dépendent en grande partie de la qualité de la gestion, perçue par le marché.

Considérons de même, un groupe de managers mieux informés que la moyenne du marché et qui se rend compte que la gestion de l'entreprise peut être améliorée.

Ils vont chercher à obtenir le contrôle de l'entreprise car les améliorations potentielles, une fois connues par le marché, vont aboutir à une appréciation du cours boursier de la firme concernée.

Dans ce contexte, l'activité des prises de contrôle est une incitation aux dirigeants à gérer au mieux leur entreprise et donc à atteindre la meilleure allocation possible de ses ressources. Par le fait même, les dirigeants seront incités à ne pas adopter des comportements maximisant leurs objectifs personnels plutôt que la valeur de la firme.

Ayant parlé des motivations les plus évidentes des prises de contrôle, on se propose d'analyser les sources de gains correspondantes.

A ce niveau, on va se baser essentiellement sur l'étude de Patry et Poitevin (1991), et celle de Bhagat, Shleifer et Vishny (1989), qui ont évoqué plusieurs sources de gains potentielles et ont estimé leur contribution dans l'explication des gains des actionnaires des firmes "cibles" et par le fait même, de la valeur totale créée par le mécanisme des prises de contrôle hostiles.

Les différentes sources de gain pouvant se présenter après l'acquisition sont les suivantes:

Changement dans la richesse des actionnaires des firmes acquéreuses, mises à pied (layoffs), désinvestissements (seloffs), arrêts d'investissements (investment cuts) et épargnes en taxe (tax savings).

- Changement dans la richesse des actionnaires des firmes "offreuses"

On définit le changement anormal dans la richesse des actionnaires de la firme "offreuse" comme étant la différence entre la valeur de la firme trois jours après l'annonce de la première offre et l'estimation de sa valeur correspondante sur le marché.

Au cas où la variation est positive, son montant doit être ajouté à la prime payée afin de se rendre compte de la totalité de la valeur créée par l'acquisition.

Mais en général, les fusions sont le fruit des objectifs administratifs qui font que les firmes "offreuses" payent un prix très élevé afin d'acquérir les firmes "cibles".

Ceci se traduit par une variation négative de la richesse des actionnaires des firmes acquéreuses.

A ce niveau, une partie des gains peut être expliquée par un transfert de richesse mais qui néanmoins ne peut être considéré comme étant une source de gains systématique.

En effet, Patry et Poitevin (1991) et Bhagat, Shleifer et Vishny (1989), ont trouvé que les transferts de richesse n'expliquaient qu'une infime fraction de la valeur totale créée par les acquisitions.

- Mises à pied

Lorsque certains employés de la firme "cible" sont payés au-delà de leur productivité marginale, leur licenciement implique une diminution des coûts et donc peut expliquer une partie de la prime payée.

C'est en estimant le montant total des salaires épargnés que Patry et Poitevin (1991), ont trouvé que les mises à pied n'expliquaient en moyenne que 3% de la prime, tandis que Bhagat, Shleifer et Vishny (1989), ont trouvé que les salaires épargnés durant 5 ans justifiaient seulement 11% de la prime.

En général, les mises à pied sont considérées comme une source modérée des gains générés par l'activité des prises de contrôle.

- Arrêts d'investissements

La théorie des "Free Cash-Flow" de Jensen (1986), est basée sur les conflits existant entre dirigeants et actionnaires concernant l'utilisation du surplus de liquidité.

Le surplus de liquidité est celui qui dépasse le montant nécessaire pour financer tous les projets de la firme ayant une valeur actuelle nette positive, en considérant le coût du capital approprié.

En terme d'efficacité et de maximisation de la valeur, ce surplus doit être distribué aux actionnaires, mais ceci réduit le montant des ressources contrôlées par les dirigeants et par le fait même, diminue leur pouvoir.

C'est donc selon la théorie des "Free Cash-Flow" qu'on considère que les firmes "cibles" investissent leur surplus de liquidité dans des projets à valeur actuelle nette négative.

Du moment où une firme acquéreuse arrête ces investissements il y a provenance de gains à partir du fait que l'argent précédemment gaspillé est distribué en intérêts et dividendes.

Mais il n'y a pas eu de preuve pertinente que les arrêts d'investissement jouaient un rôle majeur dans le mécanisme des prises de contrôle hostiles, en fait ils ne semblent pas motiver les acquisitions.

-Epargnes en taxes

Au cas où la firme "cible" est sous-endettée et que l'acquisition est financée par endettement, ceci permet à la firme acquise d'atteindre une structure financière plus appropriée et à la firme acquéreuse de profiter de la déductibilité des paiements d'intérêt.

A ce niveau la firme acquéreuse peut tout simplement profiter de la capacité d'endettement de la firme acquise.

Au cas où la firme "cible" subit des pertes, la firme acquéreuse bénéficie d'une diminution du montant à payer concernant l'impôt sur les profits.

Pour Patry et Poitevin (1991), Bhagat, Shleifer et Vishny (1989), les épargnes en taxe se sont avérées importantes dans certains cas mais négligeables dans d'autres. Du moins, ce qu'on peut dire c'est qu'elles ne suffisent pas pour justifier la prime payée.

- Désinvestissements et acquisitions stratégiques

Les désinvestissements consistent en la vente de certaines divisions de la firme acquise à d'autres firmes. Ceci est très fréquent dans la plupart des acquisitions et dans certains cas jouent un rôle très important dans la justification de la prime.

Si certaines divisions sont vendues à des firmes appelées "Incentive organisation" comme par exemple un groupe de management, ce dernier est prêt à payer un prix supérieur pour les acquérir en éliminant la séparation entre propriété et gestion, il peut améliorer leur efficacité.

D'autre part, des divisions peuvent être vendues à un acheteur stratégique prêt à payer un prix plus élevé tant que cette acquisition lui permet de réaliser des économies d'échelle et/ou d'augmenter son pouvoir du marché.

D'après Patry et Poitevin (1991), Bhagat, Vishny et Shleifer (1989) les désinvestissements jouent un rôle très important dans l'explication des acquisitions hostiles, en fait ils en constituent la conséquence primordiale, car c'est par leur intermédiaire qu'on aboutit à une réorganisation des actifs vers des propriétaires dits stratégiques.

Leur nombre plutôt considérable montre que les désinvestissements justifient une grande partie de la prime. De plus, Patry et Poitevin (1991) ont trouvé que 90.8% des investissements étaient stratégiques c'est à dire basés sur la vente de divisions à des acheteurs appartenant à la même industrie ou à une industrie reliée.

A partir de ceci, on peut dire que la redistribution des actifs à travers des parties stratégiquement intéressées est une source importante de création de valeur. En effet, les acquisitions stratégiques et notamment horizontales permettent aux firmes de contrôler un plus grand nombre d'actifs et d'atteindre une taille plus efficace, augmentant leur importance dans les industries relatives.

Si cette restructuration efficace des actifs est difficilement quantifiable, elle représente une source de gains justifiant une bonne proportion de la prime.

En fin de compte, les acquisitions stratégiques sont la conséquence primaire des acquisitions hostiles, que ce soit directement en acquérant une firme appartenant à la même industrie ou bien par l'intermédiaire de la vente de certains actifs, après l'acquisition, à des acheteurs stratégiques.

Mais on ne sait pas si les gains correspondant proviennent d'une augmentation du pouvoir du marché, des économies d'échelle ou d'autres sources.

CAS D'ACQUISITION HOSTILE

On va présenter le cas d'une prise de contrôle hostile concernant deux entreprises canadiennes de ressources, Gulf Canada Ressources en tant que firme acquéreuse et Asamera en tant que firme acquise. A partir d'un modèle de marché linéaire, on va estimer la prime payée, c'est à dire les gains des actionnaires de la firme "cible".

Cette prime représente les gains futurs qu'anticipe la firme "offreuse" après l'acquisition, et ceci à partir des différentes sources de gain déjà citées. Faute de données, on ne pourra pas estimer l'apport des sources de gain dans la justification de la prime payée par Gulf Canada Ressources.

Mais d'après l'information obtenue, la stratégie-clé de cette entreprise est l'expansion internationale, donc on peut dire de prime abord que la justification première de la prime payée serait l'augmentation du pouvoir du marché de la firme acquéreuse et donc des gains en synergie d'ordre économique.

Commençons par présenter les deux entreprises considérées.

- LA FIRME "CIBLE": ASAMERA LTD.

Asamera est une société canadienne de pétrole, de gaz naturel et de mines d'or, basée à Calgary. Elle est de taille moyenne, 85% de ses profits proviennent de la production de pétrole et de gaz naturel en Indonésie. La Royal Bank of Canada est son principal actionnaire avec 12% des actions ordinaires obtenues en 1987 de Realwest Energy Corporation of Vancouver.

Asamera détient 92% d'Asamera Minerals Inc. qui elle-même possède 51% de la mine d'or de Cannon à Washington.

Asamera comprend: 38.6 millions d'actions ordinaires
 2 millions d'actions privilégiées
 2.8 millions de bons de souscriptions

Le tableau suivant nous montre l'évolution des gains entre 1986 et 1987, en millions de \$ US.

	<u>1986</u>	<u>1987</u>	<u>variation</u>
Revenu	94.9	116.271	23%
Revenu net	(10.2)	29.260	352%
Revenu net/action	(45 ¢)	69 ¢	

L'augmentation du revenu d'Asamera en 1987 est due à une augmentation du prix du pétrole et du gaz naturel.

- LA FIRME "OFFREUSE": GULF CANADA RESSOURCES LTD.

Gulf est une société canadienne de pétrole et de gaz naturel basée à Toronto. Elle est de très grande taille. Tout le pétrole et la production de gaz proviennent de l'Amérique du Nord. La famille Reichman de Toronto possède 69% de Gulf à travers Olympia & York Developments de Toronto.

Le tableau suivant nous montre l'évolution des gains de 1987 à 1989 en millions de \$.

	<u>1987</u>	<u>1988</u>	<u>1989</u>	variation	
				<u>1987-1988</u>	<u>1988-1989</u>
Revenu	811	870	913	7%	5%
Revenu net	171	67	46	(61%)	(31%)
Revenu net/action	47¢	-	(35¢)		

La production de gaz naturel et de pétrole d'Asamera en Indonésie a été la motivation principale de Gulf dans l'acquisition d'Asamera dans le but de l'expansion internationale.

En effet, de 1987 à 1988, le revenu a augmenté de 7% grâce à un volume de production vendu plus élevé de 21%.

L'augmentation de l'activité internationale est à la base d'une augmentation de 9% des dépenses en capital et exploration.

De plus, la diminution du revenu net de 61% est due à l'augmentation des coûts d'exploration de 46 millions de \$ et à une diminution du prix de vente du tonneau de 21.83\$ à 16.87\$.

En 1989, les gains sont affectés par l'augmentation de la dette à court terme due à l'acquisition d'Asamera.

- Le déroulement de l'offre publique d'achat

Le 29 février 1988, Gulf Canada Ressources lance une OPA de 456 millions de \$ sur Asamera. L'offre se répartit comme suit:

10.50\$ l'action ordinaire
25\$ l'action privilégiée
35¢ le bon de souscription

A l'origine, les prix des actions d'Asamera sont:

8\$ l'action ordinaire
23.25\$ l'action privilégiée
35¢ le bon de souscription

Suite à l'annonce de l'OPA, les prix des actions d'Asamera s'élèvent à:

11.75\$ l'action ordinaire
25\$ l'action privilégiée
60¢ le bon de souscription

Gulf compte financer Asamera par l'intermédiaire de prêts bancaires. L'OPA qui expire le 30 mars 1988 est rejetée par le conseil d'administration d'Asamera qui, se référant aux analystes, estime la valeur nette de l'action à 12\$.

Les autorités fédérales ne s'opposent pas à l'OPA et déclarent qu'Asamera, en tant que compagnie profitable, ne doit être acquise que par une société canadienne visant l'expansion internationale, telle Gulf Canada Ressource.

Un White Knight potentiel serait Bow Valley Industries de Calgary partenaire d'Asamera dans la production de pétrole en Indonésie. Mais ce dernier ne s'est pas manifesté, étant plutôt intéressé par l'acquisition d'une compagnie ayant une production canadienne plus importante.

Côté tactique défensive, Asamera possède 100 millions de \$ de liquidités qu'elle peut distribuer en dividendes aux actionnaires.

Une stratégie préventive appelée "Golden Parachutes" a déjà été entreprise par les dirigeants d'Asamera afin de se protéger contre une mise de côté fortuite, en cas d'acquisition.

Au cas où il perdait son poste, Robert Welty, chef exécutif d'Asamera, a droit à une compensation valant le triple de sa rémunération annuelle de 335,000\$.

De même, d'autres dirigeants supérieurs ont droit jusqu'à deux fois leur rémunération annuelle qui est, et à titre d'exemple, de 82,000\$ pour Les Beddos, vice-président dans l'exploration du pétrole et du gaz, et de 136,000\$ pour Bruce Kennedy, vice-président d'Asamera Minerals.

Le 29 mars 1988, Gulf augmente son offre de 56 millions de \$ soit 11.875\$ l'action ordinaire, toute chose étant égale par ailleurs. Ce jour là, l'action ordinaire d'Asamera s'échangeait à 11.62\$. L'offre qui expire le 11 avril 1988 est acceptée par le conseil d'administration d'Asamera et Gulf réussit son acquisition en s'appropriant:

87% des actions ordinaires
76% des actions privilégiées
64% des bons de souscription

En mai 1988, Keith Mc Walter, président et chef exécutif de Gulf Canada Ressources déclare que la compagnie se préparait à vendre les propriétés d'Asamera Inc. en Alberta et au Saskatchewan.

D'autre part, 20 acheteurs potentiels se sont informés sur l'achat d'Asamera Minerals qui, pour Gulf, ne semblait pas être d'un intérêt stratégique.

Asamera Minerals Inc. est basée à Calgary et possède 51% de la mine d'or Cannon à Washington.

En Février 1989, plusieurs acheteurs potentiels se sont déjà manifestés, dont Breakwater Ressources Ltd de Vancouver et un groupe administratif d'asamera Minerals, celui-ci ayant jusqu'alors des problèmes de financement concernant l'acquisition.

En Mai 1989, Gulf décide de retarder la vente d'asamera Minerals suite à la chute du prix de l'or et à une importante découverte potentielle d'or.

En Novembre 1989, Gulf est sur le point de signer un accord de 98.7 millions de \$ concernant la vente d'Asamera Minerals à la compagnie de production d'or, Corona Corp de Toronto. Suite à une mésentente sur les termes de l'accord, ce dernier échoua.

En Avril 1990, Audrey Ressources Inc. de Montréal offre 100 millions de \$ pour acquérir Asamera Minerals, ayant une valeur comptable de 104 millions de \$. Cette offre est rejetée par Gulf qui demandait 145 millions de \$. Audrey n'augmente pas son offre, prétendant que la préparation de cette dernière lui coûta assez cher.

En Mai 1990, la recherche d'acheteur pour Asamera est, encore une fois, suspendue par Gulf en attendant que le prix de l'or se rétablisse et que le marché reconnaisse la vraie valeur des actifs.

En Septembre 1991, Gulf conclut un accord entre Asamera Oil Ltd. et Japon Petroleum Exploration (Japex) concernant l'exploration en Indonésie, celle-ci promettant d'être profitable.

Les informations disponibles s'arrêtant à cette date et ayant mentionné les évènements essentiels concernant l'acquisition d'Asamera par Gulf Canada Ressources, on se propose d'analyser le resultat correspondant.

RESULTAT

Le résultat provenant de la régression effectuée selon le modèle suggéré est analogue à ceux obtenus par les études considérées, dans le sens qu'il reflète un gain substantiel par les actionnaires de la firme "cible" Asamera, au moment de son acquisition par Gulf Canada Ressources.

En effet, la prime payée est presque de 43%, représentant un gain total pour les actionnaires de la firme "cible" de 119.585 millions de \$.

A titre de comparaison, mentionnons les résultats obtenus par certaines études. En 1990, Asquith, Opler et Weston obtiennent, pour un échantillon de prises de contrôle ayant eu lieu entre 1979 et 1987, une prime payée aux actionnaires de la firme "cible" d'une moyenne de 16.4%, allant de -51.2% à 87.7%.

En valeur totale, cette même prime varie entre -1.622 millions de \$ et 13.908 millions de \$ avec une moyenne de 1.154 millions de \$.

Par rapport à ces résultats, celui obtenu dans cette étude est relativement excessif, dépassant de loin la moyenne, et implique que la prime payée par Gulf aux actionnaires d'Asamera est très élevée.

Dans l'étude de Bhagat, Shleifer et Vishny, (1989), et pour un échantillon de prises de contrôle ayant eu lieu aux Etats-Unis entre 1984 et 1986, les valeurs en pourcentage n'étant pas disponibles, on se limite à mentionner la valeur totale de la prime payée aux actionnaires de la firme "cible", celle-ci variant entre 14 millions de \$ et 2,754 millions de \$, étant en moyenne de 436.29 millions de \$.

Quant à l'étude de Patry et Poitevin (1991), concernant un échantillon de prises de contrôle ayant eu lieu au Canada entre 1985 et 1989, elle aboutit à une prime payée aux actionnaires de la firme "cible", variant entre 3.1% et 157.6%, étant en moyenne de 53.71%. En valeur totale, cette même prime varie entre 6.5 millions de \$ et 987.3 millions de \$ avec une moyenne de 265.9 millions de \$.

Si on compare la prime payée par Gulf aux primes moyennes obtenues dans ces deux dernières études, on remarque que celle-ci est assez modérée et même inférieure à la moyenne, que ce soit en pourcentage ou en valeur totale. En effet, il serait plus pertinent de retenir cette deuxième comparaison plutôt que la première étant donné que la prise de contrôle considérée est typiquement canadienne et s'est effectuée en 1988, donc le plus recommandé serait de l'identifier à l'échantillon analysé par Patry et Poitevin.

La conclusion précitée n'est pas étonnante, l'offre publique d'achat n'ayant duré que six semaines et les protestations relatives de la part de l'administration d'Asamera n'ayant pas été très agressives.

Cette prime est essentiellement expliquée par la volonté de Gulf de croître internationalement, en d'autres termes, par le prix à payer en contre partie de l'expansion internationale. La motivation primordiale de Gulf dans l'acquisition d'Asamera est l'augmentation de sa taille et donc de son pouvoir du marché, les deux compagnies étant productrices de pétrole et de gaz naturel.

En effet, cette acquisition stratégique permet à Gulf d'étendre son contrôle sur un plus grand nombre d'actifs et donc d'augmenter son importance dans l'industrie pétrolière et ceci représente sans doute, une source de gains justifiant une grande partie de la prime.

Enfin, on peut dire même au risque de se répéter, que ceci correspond parfaitement aux résultats obtenus par les études considérées disant que les acquisitions stratégiques sont la conséquence primordiale des acquisitions hostiles, que ce soit par l'intermédiaire de la vente de certains actifs, après l'acquisition, à des acheteurs stratégiques ou bien, comme pour le cas considéré, directement en acquérant une firme appartenant à la même industrie.

Cependant, une étude plus générale consistant en un grand échantillon de prises de contrôle hostiles aboutirait à des résultats plus pertinents et certainement plus explicites, nous permettant d'appuyer encore plus la conclusion précitée qui jusqu'à nouvel ordre, semble être la bonne.

B I B L I O G R A P H I E

- 1- ASQUITH, D., OPLER, T.C., and J.F. WESTON, "The Size and Distribution of Shareholder Wealth Gains from Mergers: Evidence from the Takeover Boom of the 1980's" University of California at Los Angeles, Discussion paper, 11, 1990.
- 2- ASQUITH, P., BRUNER, R.F., MULLINS, D.W, "The gains to Bidding Firms from Merger", Journal of Financial Economics, 11,1983, (121-139).
- 3- BHAGAT, A., SHLEIFER, A., VISHNY, W., " The Aftermath of Hostile Takeovers", Mimeo, 1989.
- 4- BHIDE, A., "The Causes and Consequences of Hostile Takeovers", Journal of Applied Corporate Finance, 2, 1989.
- 5- BRADLEY, M., DESAI, a., and E.H.KIM, "The rationale Behind Interfirm Tender Offers", Journal of Financial Economics, 11, 1983, (183-206).
- 6- BRADLEY, M., DESAI, A., and E.H.KIM, "Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division Between the Stockholders of Target and Acquiring Firm", Journal of Fiancial Economics, 21,1988, (3-40).
- 7- ECKBO, B.E., "Horizontal Mergers, Collusion, and Stockholder Wealth", Journal of Financial Economics, 11, 1983 (241-274).
- 8- JENSEN, M.C., "Takeovers: their Causes and Consequences", Journal of Economic Perspectives, 2, 1988 (21-48).
- 9- PATRY, M., et POITEVIN M., "Hostile Takeovers: The Canadian Evidence", Mimeo, 1991.
- 10- STILLMAN R., "Examaning Antitrust Policy Toward Horizontal Mergers", journal of Financial Economics, 11, 1983 (225-240).

A N N E X E

Présentation du modèle

Le but est d'estimer les gains des actionnaires des firmes considérées, générés par l'acquisition.

Pour ce, on utilise un modèle de marché linéaire:

$$R_t = a + b.R_{mt} + e_t$$

R_t = rendement de la firme au temps t

R_{mt} = rendement du marché au temps t

Le prix du marché étant donné par l'index TSE300

e_t est une variable aléatoire suivant une distribution normale de moyenne nulle.

b est une mesure de la covariance entre les rendements de la firme et ceux du marché; b représente une mesure du risque de la firme.

Soit t_1 la date de la première offre et t_2 la date à laquelle la firme cible accepte la dernière offre.

Estimation du changement de la richesse des actionnaires de la firme acquise.

Les gains des actionnaires de la firme acquise sont représentés par la prime qui est la différence entre le prix payé par la firme acquéreuse et le prix du marché, celui-ci étant estimé à partir du modèle présenté.

La regression est faite sur 200 jours entre $t_1 - 280$ et $t_1 - 80$. Les paramètres estimés b et \hat{a} , à partir de la méthode des Moindres Carrés Ordinaires, sont utilisés pour calculer R_t , le rendement prévu de la firme entre $t_1 - 20$ et t_2 , comme fonction du rendement du marché à travers cette même période.

$$R_t = \hat{a} + bR_{mt}$$

avec $R_{mt} = \frac{P_{mt2} - P_{mt1-20}}{P_{mt1-20}}$

Les 60 jours non considérés risquent de contenir des fuites informationnelles concernant la tentative d'acquisition et par le fait même d'influer sur les fluctuations de prix.

$$R_t = \frac{P_t - P_{t1-20}}{P_{t1-20}}$$

ceci implique donc que $P_t = P_{t1-20}(R_t + 1)$

P_t étant la valeur de l'action de la firme "cible" au temps t_2 , au cas où l'acquisition n'aurait pas eu lieu.

P^* est le prix par action payé par la firme acquéreuse.

N_t est le nombre d'actions acquis.

G est le gain total des actionnaires de la firme cible.

Donc, ceci implique que $G = (P^* - P_t) N_t$

Estimation du changement de la richesse des actionnaires de la firme acquéreuse

La procédure d'estimation est similaire à la précédente s'étend de $t_1 - 280$ à $t_1 - 80$.

Les paramètres estimés sont ensuite utilisés pour calculer R_b , le rendement prévu de la firme acquéreuse entre $t_1 - 3$ et $t_1 + 3$, comme fonction du rendement du marché à travers cette même période.

$$R_{mt} = \frac{P_{mt1+3} - P_{mt1-3}}{P_{mt1-3}}$$

$$\text{et } R_b = \hat{a} + bR_{mt}$$

$$R_b = P_b - P_{t1-3}$$

$$\text{donc } P_b = P_{t1-3}(R_b + 1)$$

P_b étant la valeur de l'action de la firme offreuse au temps t_1+3 au cas où l'acquisition n'aurait pas eu lieu.

Le changement de la richesse des actionnaires de la firme offreuse est représentée par L

$$L = (P_b - P_{t+3}) \cdot N_b$$

P_{t+3} étant le prix de l'action et N_b étant le nombre d'actions de la firme offreuse au temps $t+3$.

Daily Data From 1987:02:11 To 1987:11:10

1987:02:09			-0.94000000	-1.97000000	-1.05000000
1987:02:16	-2.04000000	-1.00000000	0.00000000	-3.19000000	1.13000000
1987:02:23	0.00000000	-1.11000000	-2.17000000	-1.06000000	2.24000000
1987:03:02	2.19000000	-1.11000000	5.47000000	2.06000000	0.00000000
1987:03:09	-1.05000000	0.00000000	1.06000000	2.01000000	0.95000000
1987:03:16	0.00000000	1.96000000	2.92000000	2.76000000	-0.87000000
1987:03:23	-0.95000000	0.96000000	-1.83000000	-0.97000000	0.00000000
1987:03:30	2.86000000	-0.95000000	-0.88000000	2.76000000	5.45000000
1987:04:06	-1.72000000	2.66000000	-0.88000000	0.00000000	2.62000000
1987:04:13	0.80000000	-2.46000000	-6.01000000	0.94000000	0.00000000
1987:04:20	0.85000000	3.57000000	-2.55000000	0.84000000	-2.59000000
1987:04:27	-2.73000000	0.00000000	0.00000000	-0.88000000	-0.97000000
1987:05:04	0.00000000	5.66000000	1.78000000	0.91000000	0.00000000
1987:05:11	-0.90000000	4.42000000	0.80000000	0.86000000	-0.85000000
1987:05:18	0.00000000	-2.46000000	-6.01000000	0.00000000	-0.87000000
1987:05:25	0.88000000	-5.45000000	2.92000000	1.86000000	-0.95000000
1987:06:01	-3.70000000	3.84000000	0.00000000	0.00000000	1.85000000
1987:06:08	0.00000000	0.94000000	0.00000000	0.00000000	0.86000000
1987:06:15	-0.85000000	-0.93000000	-1.81000000	-2.74000000	-1.90000000
1987:06:22	-1.00000000	1.01000000	0.93000000	-2.84000000	-1.02000000
1987:06:29	2.00000000	0.00000000	0.00000000	0.00000000	0.00000000
1987:07:06	1.00000000	2.81000000	-1.85000000	2.86000000	-1.83000000
1987:07:13	2.76000000	-3.63000000	3.77000000	0.94000000	0.86000000
1987:07:20	0.00000000	0.00000000	-0.85000000	0.00000000	-0.93000000
1987:07:27	-0.87000000	0.88000000	0.00000000	-0.87000000	5.50000000
1987:08:03	0.00000000	1.73000000	-2.59000000	0.00000000	-0.84000000
1987:08:10	0.84000000	-2.59000000	0.00000000	0.00000000	-4.53000000
1987:08:17	0.98000000	-3.73000000	1.94000000	0.91000000	-2.79000000
1987:08:24	-1.94000000	-1.02000000	1.04000000	-1.02000000	-0.96000000
1987:08:31	0.00000000	-1.05000000	-0.97000000	0.00000000	-1.07000000
1987:09:07	0.00000000	-4.16000000	-1.04000000	3.25000000	1.10000000
1987:09:14	0.00000000	1.01000000	-2.08000000	1.10000000	0.00000000
1987:09:21	-1.09000000	-1.02000000	2.14000000	0.00000000	1.01000000
1987:09:28	1.08000000	0.98000000	-0.97000000	-1.07000000	-2.08000000
1987:10:05	0.00000000	-2.12000000	-1.04000000	-3.33000000	3.45000000
1987:10:12	0.00000000	-3.33000000	-1.09000000	-5.79000000	-1.17000000
1987:10:19	0.00000000	-11.10000000	9.77000000	-8.90000000	-1.33000000
1987:10:26	-15.50000000	-1.62000000	-5.14000000	5.42000000	10.16000000
1987:11:02	7.62000000	-2.85000000	2.94000000	-4.22000000	0.00000000
1987:11:09	-1.55000000	NA			

1987:02:09			0.58000000	0.49000000	0.59000000
1987:02:16	0.22000000	0.82000000	0.00000000	0.07000000	-0.58000000
1987:02:23	-1.52000000	-0.02000000	-0.36000000	0.10000000	0.60000000
1987:03:02	0.32000000	0.66000000	1.71000000	0.71000000	0.50000000
1987:03:09	0.71000000	0.07000000	0.17000000	1.38000000	0.46000000
1987:03:16	-0.39000000	1.64000000	1.28000000	0.77000000	0.61000000
1987:03:23	0.24000000	-0.16000000	-0.20000000	-0.38000000	-0.23000000
1987:03:30	-1.78000000	-0.05000000	0.07000000	1.12000000	1.66000000
1987:04:06	0.89000000	-0.26000000	-0.11000000	-0.76000000	0.11000000
1987:04:13	-0.05000000	-1.73000000	-0.04000000	0.41000000	0.00000000
1987:04:20	0.48000000	0.13000000	-0.57000000	-0.58000000	-0.88000000
1987:04:27	2.01000000	0.74000000	0.51000000	0.34000000	-0.22000000
1987:05:04	0.59000000	0.65000000	0.34000000	0.70000000	0.64000000
1987:05:11	0.17000000	-0.02000000	0.16000000	0.08000000	-0.50000000
1987:05:18	0.00000000	-1.29000000	-1.18000000	-0.63000000	-0.49000000
1987:05:25	-0.11000000	-0.02000000	0.24000000	0.09000000	-0.08000000
1987:06:01	-0.69000000	0.46000000	0.66000000	0.68000000	0.05000000
1987:06:08	0.03000000	-0.31000000	-0.22000000	0.45000000	-0.03000000
1987:06:15	-0.19000000	-0.57000000	0.60000000	0.04000000	0.53000000
1987:06:22	-0.90000000	-0.42000000	0.04000000	0.37000000	0.57000000
1987:06:29	0.17000000	0.18000000	0.00000000	0.00000000	1.07000000
1987:07:06	0.75000000	1.25000000	1.34000000	-0.10000000	-0.19000000
1987:07:13	0.01000000	0.81000000	0.52000000	0.52000000	-0.34000000
1987:07:20	-0.21000000	-0.56000000	-0.34000000	0.14000000	0.26000000
1987:07:27	-0.25000000	0.25000000	1.13000000	0.57000000	0.17000000
1987:08:03	0.00000000	0.61000000	-0.35000000	-0.03000000	-0.04000000
1987:08:10	0.73000000	0.90000000	0.02000000	0.19000000	-0.72000000
1987:08:17	-0.27000000	-0.98000000	-0.39000000	0.74000000	-0.15000000
1987:08:24	-0.50000000	0.34000000	-0.64000000	-0.32000000	-0.50000000
1987:08:31	0.46000000	-0.29000000	-0.11000000	-0.38000000	-0.18000000
1987:09:07	0.00000000	-1.40000000	-0.29000000	1.03000000	0.31000000
1987:09:14	-0.02000000	-0.47000000	-0.34000000	-0.18000000	0.32000000
1987:09:21	-0.70000000	0.14000000	0.71000000	0.48000000	-0.04000000
1987:09:28	-0.19000000	-0.49000000	-0.19000000	-0.11000000	-0.12000000
1987:10:05	0.63000000	-1.44000000	-0.61000000	-0.84000000	-0.66000000
1987:10:12	0.00000000	-0.57000000	-1.07000000	-1.20000000	-2.08000000
1987:10:19	-11.13000000	-6.91000000	9.03000000	-4.27000000	-0.91000000
1987:10:26	-7.56000000	1.04000000	-1.33000000	1.22000000	5.12000000
1987:11:02	2.01000000	-2.40000000	-1.25000000	-0.28000000	0.09000000
1987:11:09	-2.14000000	NA			

```
l(daily) 1987 2 11
locate 0 1987:11:9
en data a:\target.asamera
ta(format=rats) 1987:2:11 1987:11:9 rdmntasa rdmnttse
reg rdmntasa
constant rdmnttse
id
```


RDMNTASA
RDMNTTSE

DEPENDENT VARIABLE 1 RDMNTASA
FROM 1987: 2:11 UNTIL 1987:11: 9
TOTAL OBSERVATIONS 194 SKIPPED/MISSING 0
USABLE OBSERVATIONS 194 DEGREES OF FREEDOM 192
2 .34498600 RBAR2 .34157447
SSR 1017.6062 SEE 2.3021799

DURBIN-WATSON 2.15126030
(39) = 41.3525 SIGNIFICANCE LEVEL .36828444

	COEFFICIENT	STAND. ERROR	T-STATISTIC
1	-.1306775	.1654003	-.7900677
2	1.088213	.1082150	10.05602