

HEC MONTRÉAL

**INCIDENCE DE LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE SUR LA
PERFORMANCE BOURSIÈRE DES TRANSACTIONS DE FUSION OU
ACQUISITION**

par

Jean-Thomas Hudon

Sciences de la Gestion

**Mémoire présenté en vue de l'obtention
du grade de Maître ès Sciences
(M.Sc.)**



*No 127
2008*

**Septembre 2008
©Jean-Thomas Hudon, 2008**

**DÉCLARATION DE L'ÉTUDIANTE, DE L'ÉTUDIANT
ÉTHIQUE EN RECHERCHE AUPRÈS DES ÊTRES HUMAINS**

Recherche sans collecte directe d'informations

Cette recherche n'impliquait pas une collecte directe d'informations auprès de personnes (exemples : entrevues, questionnaires, appels téléphoniques, groupes de discussion, tests, observations participantes, communications écrites ou électroniques, etc.)

Cette recherche n'impliquait pas une consultation de documents, de dossiers ou de banques de données existants qui ne font pas partie du domaine public et qui contiennent des informations sur des personnes.

Titre de la
recherche :

Incidence de la gouvernance d'entreprise sur la performance boursière
des transactions de fusion ou acquisition.

Nom de l'étudiant : Jean-Thomas Hudon

Signature :

JTH

Date :

2008-09-03

Incidence de la gouvernance d'entreprise sur la performance boursière des transactions de fusion ou acquisition

Résumé

La théorie de la maximisation de la richesse des actionnaires nous indique qu'une entreprise devrait entreprendre une fusion ou une acquisition lorsque celle-ci lui permettra d'augmenter sa valeur boursière. Cependant, différentes recherches empiriques ont été incapables de détecter cette création de valeur. Ceci pourrait être expliqué par le fait que les décisions de fusion ou d'acquisition exacerbent les conflits d'agence existants entre actionnaires et dirigeants. Il est dès lors important de réfléchir aux différents mécanismes de gouvernance qui peuvent être mis en place afin d'atténuer ces conflits.

L'objectif de cette étude est d'analyser la relation entre les mécanismes de gouvernance des firmes acquéreuses et leur performance boursière suite à l'annonce d'une transaction de fusion ou acquisition. Utilisant un indice pour mesurer les mécanismes de gouvernance, notre étude démontre que la gouvernance a une certaine influence sur les rendements anormaux enregistrés dans la période entourant l'annonce d'une transaction de fusion ou acquisition. Plus particulièrement, nos résultats suggèrent que les transactions effectués par les entreprises offrant un haut niveau de protection à leurs actionnaires génèrent des rendements supérieurs. La qualité du conseil d'administration, quant à elle, est négativement corrélée aux rendements boursiers anormaux. Enfin, les rendements boursiers à l'annonce d'une transaction ne semblent pas significativement affectés par les pratiques de communication, la propriété managériale ou les informations divulguées à propos de la rémunération des dirigeants et administrateurs.

Table des matières

RÉSUMÉ	I
LISTE DES TABLEAUX.....	II
LISTE DES FIGURES	III
REMERCIEMENTS.....	IV
1 INTRODUCTION	1
2 ÉTAT DE LA QUESTION	3
2.1 L'IMPORTANCE DES TRANSACTIONS DE FUSION OU D'ACQUISITION	3
2.2 LA MAXIMISATION DE LA RICHESSE DES ACTIONNAIRES COMME MOTIF AUX TRANSACTIONS DE FUSION ET D'ACQUISITION	3
2.2.1 <i>Création de richesse</i>	4
2.2.1.1 Effet de synergie	4
2.2.1.2 Sous-évaluation de la valeur de la firme cible.....	6
2.2.2 <i>Ré-alignement stratégique et diversification</i>	7
2.2.3 <i>Transfert de richesse</i>	8
2.2.3.1 Transfert de richesse des consommateurs (Théorie du monopole).....	8
2.2.3.2 Transfert de richesse des stakeholders.....	9
2.3 LA PERFORMANCE ORGANISATIONNELLE DES FUSIONS ET DES ACQUISITIONS	9
2.3.1 <i>Performance opérationnelle</i>	9
2.3.2 <i>Performance financière</i>	11
2.3.2.1 Court terme	11
2.3.2.2 Long terme	12
2.4 LES CONFLITS D'AGENCE COMME MOTIF AUX TRANSACTIONS DE FUSION ET D'ACQUISITION	14
2.4.1 <i>L'effet de Hubris</i>	14
2.4.2 <i>La théorie des problèmes d'agence</i>	15
2.4.2.1 Différence d'horizon temporel	16
2.4.2.2 Différence dans les préférences de risque.....	17
2.4.2.3 Mauvaise utilisation des ressources	19
2.4.2.4 Enracinement.....	23
2.4.2.5 Effort.....	24
2.4.3 <i>Théorie des flux monétaires libres (Free Cash-Flow theory)</i>	24
2.5 LES MÉCANISMES DE CONTRÔLE.....	25
2.5.1 <i>La politique de rémunération comme mécanisme de contrôle</i>	26
2.5.1.1 La rémunération incitative.....	26
2.5.1.2 Les options d'achat d'actions.....	28
2.5.2 <i>La propriété managériale comme mécanisme de contrôle</i>	29
2.5.3 <i>Le conseil d'administration comme mécanisme de contrôle</i>	32
2.5.4 <i>La protection des actionnaires comme mécanisme de contrôle</i>	35
2.5.5 <i>La divulgation volontaire comme mécanisme de contrôle</i>	36
3.0 LA QUESTION DE RECHERCHE, LES HYPOTHÈSES ET LES ÉQUATIONS	37
4.0 LA MÉTHODOLOGIE	39
4.1.1 <i>Source des données</i>	39
4.1.1.1 Données sur les transactions de fusions ou acquisitions.....	39
4.1.1.2 Données sur la qualité de gouvernance.....	39
4.1.1.3 Données sur la performance boursière.....	41
4.1.2 <i>Sélection des données</i>	41
4.3 LES VARIABLES	42
4.3.1 <i>Les variables dépendantes</i>	42
4.3.1.1 Définition d'une mesure de performance	42
4.3.1.2 Définition d'une période événementielle.....	43

4.3.1.1 Définition de la performance opérationnelle anormale.....	43
4.3.2 <i>Les variables indépendantes</i>	44
4.3.2.1 Indice global de gouvernance (T).....	44
4.3.2.2 Sous-indice pour la qualité du conseil (BC).....	44
4.3.2.3 Sous-indice pour la propriété managériale et information à propos de la rémunération des dirigeants et administrateurs (C).....	44
4.3.2.4 Sous-indice de protection des droits des actionnaires (SR).....	45
4.3.2.5 Sous-indice des pratiques de divulgation (D).....	45
4.3.3 <i>Les variables de contrôle</i>	45
4.3.1.1 Méthode de paiement (P).....	45
4.3.1.3 Taille relative de l'acquisition (TAILLE).....	46
4.3.1.4 Acquisition intra-sectorielle (I).....	47
4.4 LES ÉQUATIONS.....	48
5.0 ANALYSES	50
5.1 STATISTIQUES DESCRIPTIVES ET ANALYSES UNIVARIÉES.....	50
5.1.1 <i>Statistiques descriptives</i>	50
5.1.2 <i>Analyse des corrélations</i>	52
5.1.3 <i>Tests paramétriques de différences</i>	53
5.2 ANALYSES MULTIVARIÉES.....	56
5.2.1 <i>Les rendements anormaux et la gouvernance</i>	57
5.2.1.1 Diagnostic statistique.....	57
5.2.1.2 Résultats des analyses statistiques.....	58
5.2.2 <i>Les rendements anormaux et les sous-indices de gouvernance</i>	59
5.2.2.1 Diagnostic statistique.....	59
5.2.1.2 Résultats des analyses statistiques.....	59
6.0 CONCLUSION	62
6.1 CONTRIBUTIONS DE LA RECHERCHE.....	62
6.2 LIMITES DE LA RECHERCHE.....	63
6.3 AVENUES DE RECHERCHE.....	64
TABLEAUX ANALYTIQUES RECAPITULATIFS	66
BIBLIOGRAPHIE	74

Liste des tableaux

Tableau 1: Définition des problèmes d'agence	16
Tableau 2: Tableau récapitulatif des variables de contrôle	48
Tableau 3: Description des variables et de leur relation attendue avec les rendements anormaux autour de la période d'annonce d'une transaction de fusion ou acquisition	67
Tableau 4: Distribution des transactions par année et par secteur industriel.....	68
Tableau 5: Rendements anormaux observés suite à l'annonce d'une transaction de fusion ou acquisition.....	69
Tableau 6: Coefficients de corrélation entre les variables des modèles	70
Tableau 7: Statistiques descriptives et tests paramétriques de différences entre les moyennes des variables explicatives	71
Tableau 8: Relation entre la gouvernance et les rendements anormaux.....	72
Tableau 9: Relation entre les mécanismes de gouvernance et les rendements anormaux	73

Liste des figures

Figure 1: Matrice du Boston Consulting Group (BCG)7

Remerciements

Je tiens tout d'abord à exprimer ma gratitude et ma reconnaissance envers mon directeur de recherche, monsieur Claude Francoeur. Je désire le remercier pour son soutien constant, motivant et essentiel. Sans cet appui, je n'aurais pu accomplir un tel projet de recherche. J'apprécie aussi la confiance qu'il m'a témoignée en acceptant la direction de ce projet.

Je remercie également la direction des programmes de M. Sc. et de Ph. D. de l'École des Hautes Études Commerciales, les responsables du programme de M. Sc. en Contrôle de Gestion ainsi que mon employeur, Samson Bélair/Deloitte et Touche, de m'avoir donné l'opportunité de pouvoir terminer ma maîtrise.

Enfin, un merci spécial à ma famille sans qui ce projet n'aurait jamais été complété. Leur amour s'est traduit en un support exemplaire pendant toutes ces soirées et fins de semaines consacrées à ce projet.

1 Introduction

Les fusions et acquisitions sont des activités économiques d'une importance considérable, tant au Canada que dans le reste du monde. Les décisions de fusion ou d'acquisition sont généralement expliquées par le désir des dirigeants de maximiser la richesse des actionnaires. Cependant, de nombreuses études tendent à démontrer que la performance *ex post*, tant boursière qu'opérationnelle, des firmes ayant réalisé de telles transactions n'est pas significativement positive. La fréquence de ces transactions pourrait donc plutôt être expliquée par des motifs différents résultants d'une divergence d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants. On peut dès lors réfléchir aux mécanismes de gouvernance qui peuvent être mis en place afin de s'assurer que les décisions de fusion ou d'acquisition prises auront pour objectif ultime la maximisation de la richesse des actionnaires et non les intérêts personnels des dirigeants.

Les effets sur la firme ainsi que sur le comportement des dirigeants qu'ont les différents mécanismes de gouvernance furent le sujet de nombreuses recherches empiriques et théoriques. La plupart des études se concentrent cependant sur un seul mécanisme à la fois. Notre étude en utilisant un index de gouvernance créé par le *Globe and Mail* nous permet plutôt d'analyser les relations possibles entre une multitude de mécanismes de gouvernance et la performance organisationnelle des firmes canadiennes ayant effectué des transactions de fusions et d'acquisitions.

La première section de notre étude se veut une réflexion théorique sur l'influence des mécanismes de gouvernance sur la performance des fusions et des acquisitions. Celle-ci débute par une brève revue des théories relatives à la maximisation de la valeur de la firme qui ont été avancées pour expliquer les décisions de fusion ou d'acquisition. Notre analyse se

poursuit par une synthèse des études empiriques qui tendent à réfuter les précédentes théories, avant d'aborder les motivations des décisions de fusion ou d'acquisition dans un contexte de conflits d'agence entre les dirigeants et les actionnaires. La seconde section est une présentation des principaux mécanismes qui peuvent être mis en place afin de réduire les effets de ces problèmes d'agence. De plus, nous y traitons des effets des mécanismes de gouvernance sur la performance des fusions et des acquisitions. Cette présentation nous permet de développer nos principales hypothèses qui sont présentées dans la troisième section. La quatrième section décrit nos variables, nos sources de données ainsi que notre méthodologie. La cinquième section présente nos résultats.

2 État de la question

2.1 L'importance des transactions de fusion ou d'acquisition

Le nombre et la valeur des transactions de fusions et d'acquisitions ont connu, au cours des deux dernières décennies, une augmentation considérable. Au Canada, pour la seule année 2007 on rapportait en effet près de deux milliers de ces transactions, représentant une valeur totale excédant les 370 milliards de dollars (Crosbie, 2007). Lorsqu'on compare la valeur de ces opérations avec le produit intérieur brut canadien, qui était de 1446 milliards cette même année (Statistiques Canada, 2007), on peut comprendre l'impact important de ces transactions sur l'économie canadienne.

2.2 La maximisation de la richesse des actionnaires comme motif aux transactions de fusion et d'acquisition

Firth (1991) indique que la théorie néo-classique de la maximisation du profit nous informe que les forces du marché compétitif motivent les firmes à maximiser la richesse des actionnaires et que, suivant cette théorie, la maximisation de la richesse des actionnaires sera le principal motif expliquant les décisions prises par les dirigeants. Ainsi donc, selon cette théorie, même si les raisons invoquées pour avoir décidé une fusion ou une acquisition peuvent être multiples, la raison sous-jacente à ces décisions sera une augmentation de la richesse des actionnaires de la firme acquéreuse, richesse qui découlera d'une augmentation de la profitabilité de la firme ou encore de transfert de richesse favorable aux actionnaires (De Bondt et Thompson, 1992).

L'augmentation de la rentabilité de l'entreprise peut provenir d'un effet de synergie, d'un réalignement stratégique ou d'une erreur dans l'évaluation de la valeur de l'entreprise cible par le marché (*valuation theory*) alors que le transfert de richesse favorable aux actionnaires pourra se faire au dépend des *stakeholders* ou des consommateurs (De Bondt et Thompson, 1992 ; Firth, 1991 ; Trautwein, 1990 ; Weston et al., 2001).

2.2.1 Création de richesse

2.2.1.1 Effet de synergie

Cette théorie stipule que les fusions et les acquisitions sont réalisées dans le but d'obtenir un effet synergétique qui peut provenir de trois sources distinctes, soit la synergie opérationnelle, la synergie financière ou la synergie managériale (Trautwein, 1990).

2.2.1.1.1 Synergie financière

La synergie financière provient d'une diminution du coût du capital ou d'une augmentation de la capacité de financement (Weston et al., 2001).

Selon Trautwein (1990), une entreprise peut réduire le coût de son capital en réduisant son risque systématique via un investissement dans des entreprises d'un secteur non-relié. L'entreprise peut aussi atteindre cet objectif via la création d'un marché interne de capitaux (Trautwein, 1990 ; Weston et al. 2001). En effet, l'achat d'une entreprise ayant de nombreuses opportunités d'investissement mais de faibles flux de trésorerie par une entreprise disposant d'important flux de trésorerie mais de peu de projets d'investissement permettrait de diminuer, pour la nouvelle entité, le coût des capitaux disponibles à l'interne.

Weston et al.(2001) avance aussi que les fusions et les acquisitions permettent d'augmenter la capacité de financement d'une entreprise du fait que la capacité de financement de la nouvelle entité est supérieure à celle des deux entreprises qui la composent.

2.2.1.1.2 Synergie opérationnelle

La synergie opérationnelle peut avoir pour objectif de diminuer les coûts de l'entreprise ou de lui permettre d'augmenter son avantage concurrentiel (Trautwein, 1990 ; Weston et al., 2001). Selon Weston et al. (2001), cette théorie suppose qu'il y a possibilité d'économies d'échelle dans l'industrie des entreprises fusionnées et que ces entreprises sont incapables d'obtenir ces économies sans fusion. Les économies d'échelle peuvent être obtenues via un partage de ressources communes ou encore, dans le cas d'entreprises réalisant une intégration verticale, par une meilleure coordination entre les différentes unités. Ce dernier argument suppose cependant une référence aux théories sur les origines de la firme qui stipulent que les coûts de communication et de transaction peuvent être évités grâce à une intégration verticale(Weston et al., 2001).

2.2.1.1.3 Synergie managériale

La synergie managériale est obtenue lorsque les dirigeants de la firme acquéreuse possèdent des capacités managériales supérieures à celles des dirigeants de l'entreprise cible, ce qui permet d'augmenter l'efficacité de celle-ci (Trautwein, 1990 ; Weston et al., 2001) ou encore, selon Weston et al.(2001), de mieux exploiter les opportunités de croissance de l'entreprise cible.

Ce concept peut être rapproché à celui du marché pour le contrôle (*Market for Control*) avancé par Jensen (1986), lequel perçoit les menaces d'acquisition comme un moyen permettant de discipliner les dirigeants

puisque que les entreprises mal dirigées seront acquises par des entreprises ayant des dirigeants aux compétences supérieures.

2.2.1.2 Sous-évaluation de la valeur de la firme cible

2.2.1.2.1 Q-Ratio

Le q-ratio représente le rapport entre la valeur marchande d'une entreprise et la valeur de remplacement de ses actifs, un q-ratio inférieur à 1 indiquant que la valeur marchande d'une entreprise est inférieure à sa valeur au livre. Selon Weston et al. (2001), une entreprise voulant acquérir certains actifs pourraient le faire plus économiquement en acquérant directement une entreprise qui possède déjà ces actifs mais qui a un faible q-ratio.

Une entreprise pourrait aussi décider d'acquérir une entreprise ayant un q-ratio inférieur à 1 afin de procéder ultérieurement à son démantèlement et à la vente de ses actifs (Trautwein, 1990).

2.2.1.2.2 Information et Signaling

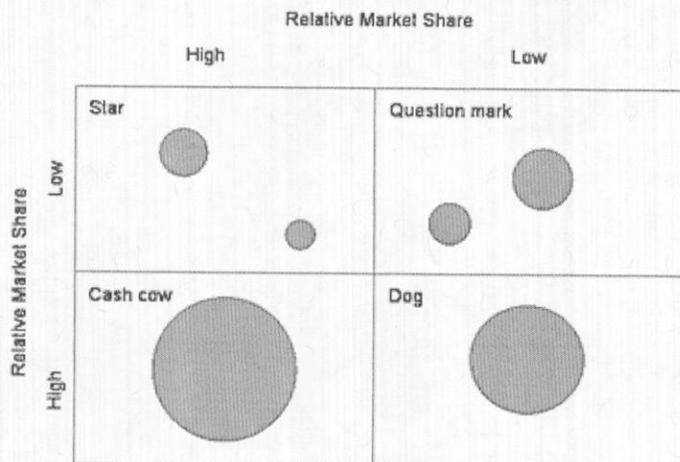
Cette approche stipule que les fusions et les acquisitions sont exécutées par des dirigeants qui ont des informations sur la valeur de la firme supérieures à celles du marché et que l'offre d'achat permet de rendre public ces informations (Trautwein, 1990). On peut cependant critiquer ces théories relatives à la sous-évaluation de certaines entreprises puisqu'elles remettent en question la théorie de l'efficacité des marchés, selon laquelle toutes les informations disponibles sont incluses dans l'évaluation faite par le marché de la valeur de l'entreprise (Ravenscraft et Scherer, 1987).

2.2.2 Ré-alignement stratégique et diversification

Les fusions et acquisitions des années 1960 (L'Her et Magnan, 2000) et 1990 (Weston et al., 2001) auraient été motivés par des perspectives d'ordre stratégiques telles que la diversification, qui implique généralement la vente de nouveaux produits dans de nouveaux marchés. Une entreprise peut réaliser cette diversification en acquérant une entreprise appartenant à des secteurs d'activités non connexes ou périphériques (L'Her et Magnan, 2000).

L'objectif d'une fusion ou d'une acquisition pourrait être d'insuffler un nouveau souffle à une entreprise oeuvrant dans une industrie ayant atteint son stage de maturité mais dont l'importance des flux de trésorerie lui permettrait d'acquérir une entreprise en croissance (L'her et Magnan, 2000). À cet effet, l'utilisation de la matrice du Boston Consulting Group (BCG) peut être particulièrement intéressante.

Figure 1: Matrice du Boston Consulting Group (BCG)



Source: Boston Consulting Group

En effet, selon Hill et Jones (2001), lorsqu'une entreprise a atteint son stade de maturité, un certain renouvellement est requis afin de sécuriser les profits futurs et les fusions et acquisitions sont alors un moyen d'obtenir ce renouvellement.

Les fusions et acquisitions pourraient finalement être utilisées afin de procéder à une expansion géographique puisqu'il est généralement plus facile pour une entreprise désirant s'implanter sur un marché étranger d'acheter ou de coopérer avec une entreprise locale déjà existante (Hill et Jones, 2001).

2.2.3 Transfert de richesse

2.2.3.1 Transfert de richesse des consommateurs (Théorie du monopole)

Trautwein(1990) rapporte que la théorie du monopole perçoit les fusions et acquisitions comme ayant pour objectif d'augmenter le pouvoir de marché d'une entreprise via une acquisition horizontale ou via certaines activités, notamment la collusion tacite entre les entreprises (Weston et al., 2001; Trautwein, 1990), qui permettent d'obtenir une synergie collusive (*collusive synergies*). Cependant ces synergies collusives n'entraînent généralement pas une augmentation de l'efficacité des entreprises mais plutôt un transfert de richesse des consommateurs vers la firme qui agit alors en situation monopolistique (Trautwein, 1990 ; Weston et al, 2001) et c'est pourquoi les autorités anti-trust bloqueront certaines transactions (Weston et al, 2001).

2.2.3.2 Transfert de richesse des stakeholders

Weston et al. (2001) rapporte que l'augmentation de la richesse des actionnaires pourra se faire aux dépens des autres *stakeholders* de l'entreprise, tel les employés, les gouvernements ou les détenteurs d'obligation. Selon Weston et al. (2001), les fusions et les acquisitions peuvent permettre à l'entreprise une diminution de la charge fiscale de l'entreprise en permettant de remplacer les gains opérationnels par des gains du capital. Elles peuvent aussi, en augmentant le degré d'endettement de l'entreprise acheteuse, affecter négativement les détenteurs d'obligations. Finalement, des gains pour les actionnaires peuvent être réalisés grâce à la diminution de la masse salariale de l'entreprise.

2.3 La performance organisationnelle des fusions et des acquisitions

Plusieurs études ont cherché à vérifier empiriquement si la théorie de la maximisation de la richesse des actionnaires pouvait expliquer les différentes vagues de fusions et d'acquisitions des trente dernières années. Bien qu'il s'agisse là d'un des domaines de recherche les plus documentés, il s'agit aussi d'un des plus controversés en raison notamment du nombre de méthodologies existantes et des résultats contradictoires obtenus par ces différentes méthodologies.

2.3.1 Performance opérationnelle

Les études ayant tenté d'évaluer empiriquement la performance opérationnelle des entreprises s'étant engagées dans des transactions de fusions ou d'acquisitions examinent les résultats comptables des sociétés acquéreuses afin d'évaluer la viabilité des transactions qu'elles ont effectuées (Bruner, 2004). Elles comparent habituellement certains

indicateurs économiques de la société acquéreuse tel que le bénéfice net, le résultat d'exploitation ou le rendement sur investissement avec ceux d'un groupe de sociétés témoins. Les résultats obtenus par les études de ce type indiquent que les décisions de fusion ou d'acquisition ne permettent pas d'augmenter significativement la rentabilité des entreprises.

L'étude réalisée par Healy, Palepu et Ruback (1992) auprès de 50 entreprises américaines ayant réalisé une transaction de fusion ou d'acquisition entre 1979 et 1984 semble démontrer que ces entreprises ont connu une augmentation substantielle de leur performance opérationnelle suite à ces transactions. Dans une étude subséquente prenant en considération la prime versée pour l'entreprise cible, les mêmes auteurs arrivent cependant à la conclusion que les transactions de fusions et d'acquisitions ont été incapable de générer des flux de trésorerie supplémentaire pour l'entreprise acquéreuse (Healy, Palepu et Ruback 1997).

Ghosh(2001) critique les conclusions de l'étude réalisée par Healy et al. (1992) puisque la performance post-acquisition de l'entreprise acquéreuse peut être biaisée par des facteurs antérieurs à la décision de fusion ou d'acquisition. Il propose donc d'utiliser une méthodologie de recherche qui permet de prendre en compte la performance pré-acquisition des firmes acquéreuses. En utilisant cette méthodologie et en analysant des transactions effectuées entre 1981 et 1995, il est incapable de détecter une augmentation de performance pour les firmes acquéreuse dans les années suivant la transaction, ce qui se rapproche des résultats obtenus par Healy et al. (1997).

2.3.2 Performance financière

2.3.2.1 Court terme

Les études événementielles court terme évaluent la création de valeur attribuable à une transaction de fusion ou acquisition en analysant la réaction du marché boursier dans les jours entourant l'annonce d'une transaction. Cette fenêtre événementielle est relativement courte (1 à 40 jours) puisque les études de ce type supposent que le cours des actions s'ajuste rapidement suite à l'annonce d'une transaction de fusion ou acquisition en incorporant toute variation de valeur attribuable à cette transaction (Andrade, Mitchell et Stafford, 2001). La réaction du marché boursier est ensuite comparée à la performance antérieure du titre (*mean adjusted return*) ou à celle du marché (*market adjusted return* ou *market model*) afin de déceler les retours anormaux attribuables à l'annonce de la transaction. Andrade, Mitchell et Stafford(2001) affirment que la réaction du marché boursier à court terme est la méthode la plus fiable pour évaluer la création de la valeur pour les actionnaires suite à l'annonce d'une transaction de fusion ou acquisition (Andrade, Mitchell et Stafford, 2001),

Les résultats obtenus par les études de ce type indiquent que les décisions de fusion ou d'acquisition ne permettent pas d'augmenter significativement la rentabilité des entreprises.

Mulherin & Boone(2000) qui ont fait une étude sur les entreprises ayant entrepris des acquisitions et des désinvestissements (*divestiture*) entre les années 1980 et 2000, ont démontré que la performance financière de ces transactions était généralement négative.

L'étude effectuée par Weston et al. (2001) auprès d'entreprises ayant réalisé des transactions de fusions ou d'acquisitions entre 1992 et 1998 semble démontrer que les transactions de fusion ou d'acquisition réussissent à créer de la valeur mais que cette valeur était en grande partie récupérée par les actionnaires de la firme cible alors qu'il y avait fréquemment destruction de valeur pour les actionnaires de la firme acquéreuse.

2.3.2.2 Long terme

Les études événementielles long terme évaluent la création de valeur attribuable à une transaction de fusion ou acquisition en analysant la réaction du marché boursier dans les mois ou les années suivants une transaction de fusion ou acquisition. La plupart des études de ce type indiqueraient que les transactions de fusion ou acquisition n'ont pas permis de créer de la richesse pour les actionnaires des firmes acquéreuses.

Raghavendra et Vermaelen (1998), qui ont fait une étude sur les entreprises américaines ayant entrepris des fusions ou des acquisitions entre les années 1980 et 1991, ont utilisé une méthode différente, le *bootstrapping*, afin de corriger certaines lacunes des méthodes d'évaluation généralement utilisées et ont démontré que les firmes ayant réalisé des transactions de fusions ou d'acquisitions présentaient une performance inférieure de 4% aux firmes n'ayant pas entrepris de telles transactions.

Les résultats de l'étude Loughran et Vijh (1997), réalisée pour des transactions ayant eu lieu entre 1970 et 1989, démontrent quant à eux que les rendements boursiers à long terme dépendent en grande partie des caractéristiques de la transaction. Alors que les firmes fusionnées ont

connu une performance négative, les entreprises acquéreuses ont plutôt connu une performance positive.

Bien que la grande majorité des études empiriques existantes concernent les entreprises américaines, quelques études sur les entreprises canadiennes ont été réalisées au cours des années.

La première étude pancanadienne d'envergure réalisée par Eckbo (1986) a étudié l'acquisition de 1 930 entreprises canadiennes entre les années 1964 et 1983. Celle-ci a démontré que les acquisitions étudiées avaient permis aux firmes acquéreuses de réaliser des rendements anormaux de positifs de 0,62% au cours des douze mois suivant l'annonce de la transaction.

André et al. (2004), qui ont fait une étude sur les entreprises canadiennes ayant entrepris des fusions ou des acquisitions entre les années 1980 et 2000, ont démontré que la performance financière de ces transactions était généralement négative. Cependant, les résultats obtenus dépendaient fortement de la méthode utilisée pour évaluer le portefeuille de contrôle. Alors que les portefeuilles équilibrés (*equally-weighted*) présentaient des rendements anormaux mensuels fortement négatifs de -0,523% pour les trois années suivants la transaction, ceux utilisant la valeur relative (*value-weighted*) présentaient des résultats plus mitigés. En effet, les rendements anormaux étaient négatifs aux cours de l'année suivant les transactions mais étaient positifs dans les deux années suivantes.

En conclusion, la plupart des études ayant analysé les transactions de fusion ou acquisition semble démontrer que ces transactions ne permettent pas une création de valeur pour les actionnaires via une augmentation de la performance opérationnelle ou boursière. Ces études pourraient donc aussi suggérer que les dirigeants auraient des motifs autres que la maximisation

de la richesse des actionnaires lorsqu'ils prennent une décision de fusion ou d'acquisition.

2.4 Les conflits d'agence comme motif aux transactions de fusion et d'acquisition

Tel que discuté précédemment, la théorie économique néo-classique nous indique que les décisions de fusions et d'acquisitions prises par les dirigeants devraient être motivées par le désir de maximiser la richesse des actionnaires (Firth, 1991). Selon cette théorie, en cas de conflits entre les intérêts des dirigeants et ceux des actionnaires, les intérêts de ces derniers devraient avoir priorité. Cependant, dans les entreprises modernes les dirigeants ont un contrôle substantiel sur l'entreprise et pourraient, s'ils le désirent, privilégier leurs intérêts à ceux des actionnaires. Lorsque les intérêts des dirigeants sont privilégiés aux dépens de ceux des actionnaires, la décision de fusion ou d'acquisition peut créer une perte de richesse pour les actionnaires. Ceci pourrait en partie expliquer pourquoi de nombreuses études tendent à démontrer que les fusions et les acquisitions ne bénéficient pas prioritairement aux actionnaires de la firme acquéreuse (Gosh, 2001 ; Loughran et Vijh, 1997 ; Weston et al., 2001). Ceci a mené certains auteurs (Amihud et Lev, 1981 ; Firth, 1991) à avancer de nouvelles théories pour expliquer les décisions de fusion ou d'acquisition prises par les dirigeants. Celles-ci n'ont pas pour fondement la théorie néo-classique de la firme mais plutôt la théorie des problèmes d'agence.

2.4.1 L'effet de Hubris

Roll (1986) avance que la théorie d'efficience des marchés suppose que le marché boursier est efficace et fournit une évaluation de la valeur d'une entreprise supérieure à celle qui pourrait être fait par tout autre moyen.

Cependant, les succès d'un dirigeant peuvent lui donner l'impression que l'évaluation qu'il fait d'une entreprise est supérieure à celle fait par le marché boursier, ce qui le portera à payer pour l'entreprise cible un prix supérieur à celui fixé par le marché. D'autres dirigeants, croyant que leurs qualités managériales sont supérieures à celles des dirigeants de l'entreprise qu'ils désirent acquérir, auront la conviction qu'ils seront en mesure de gérer plus efficacement les ressources de celle-ci. Ces dirigeants seront alors prêts à verser une prime pour l'entreprise cible puisqu'ils auront la certitude que la valeur de cette dernière augmentera suite à l'amélioration de sa direction. Cet excès de confiance des dirigeants dans l'évaluation de l'entreprise cible, qui les porte à payer trop cher pour cette dernière même dans les cas où des synergies ne peuvent être réalisées, est ce que Roll (1986) appelle l'effet de Hubris.

2.4.2 La théorie des problèmes d'agence

Une étude rapportée par Gomez, Tosi et Hinkin (1987) stipule que sur les 200 plus importantes sociétés américaines, à peine 12% sont dirigées par leurs propriétaires, le pouvoir de 88% d'entre elles étant délégué à des gestionnaires professionnels. Une des caractéristiques distinctives de ce type d'entreprises est la séparation de la propriété et du contrôle des actifs de l'entreprise (Byrd et al, 1998 ; Fama, 1980 ; Shleifer et Vishny, 1997). Il s'ensuit une relation d'agence (*agency relationship*) impliquant un principal (le propriétaire) ainsi qu'un agent (un dirigeant). Le propriétaire a besoin du capital humain du dirigeant pour faire fructifier son investissement mais, afin d'augmenter la valeur de cet investissement, une partie ou la totalité des pouvoirs du principal doivent être transférés temporairement à l'agent. La théorie des problèmes d'agence suppose cependant que dans ce contexte les intérêts de l'agent ne sont pas alignés sur ceux du principal puisque le dirigeant voit plutôt la firme comme un instrument lui permettant de

maximiser la valeur de son capital humain (Byrd et al, 1998). Selon Byrd et al. (1998), les problèmes d'agence pourront prendre une des formes décrites dans le tableau suivant.

Tableau 1: Définition des problèmes d'agence

Problème	Définition
Effort	Les dirigeants ont une incitation à exercer moins d'effort que ce que requièrent les actionnaires.
Horizon	Les dirigeants ont tendance à avoir un horizon d'investissement moins long que les actionnaires.
Différence dans les préférences de risque	Les dirigeants, qui ont généralement une part importante de leur richesse reliée au succès de l'entreprise, ont tendance à avoir une aversion au risque supérieure à celle des actionnaires.
Utilisation des actifs	Les dirigeants ont une incitation à faire une mauvaise utilisation des actifs de l'entreprise puisqu'ils ne supportent qu'une faible portion du coût de ces actions.

Source : Byrd et al. (1998)

Dans le contexte des fusions et des acquisitions, les problèmes d'agence surviendront plus spécifiquement lorsque les dirigeants pourront, via des investissements non rentables, tenter d'augmenter leur rémunération, de diminuer le risque relié à leur emploi ou encore augmenter leur pouvoir alors que les propriétaires désirent plutôt maximiser la valeur de leurs investissements (Firth, 1980; De Bondt et Thompson, 1992).

2.4.2.1 Différence d'horizon temporel

Le dirigeant dont la rémunération est basée majoritairement sur la performance à court terme de l'entreprise peut être incité à faire des acquisitions qui augmenteront la rentabilité à court terme de l'entreprise qu'il dirige, peu importe leurs conséquences sur la valeur à long terme de cette dernière (Byrd et al., 1998 ; Laverty, 1996 ; Merchant, 1997 ; Tehranian et al., 1987). Byrd et al. (1998) avance à cet effet qu'il existe un problème d'horizon temporel entre les actionnaires et les dirigeants. En

effet, puisque la corporation a théoriquement une durée de vie infinie, les actionnaires sont intéressés par la maximisation à long terme de la valeur de celle-ci alors que le dirigeant sera plus intéressé par la création de valeur qui aura lieu pendant la durée de son emploi. Ce dernier aura donc tendance à sous-estimer la valeur de la richesse qui sera créée après son départ. Tel que le font remarquer les auteurs, ce problème devient particulièrement important lorsque le dirigeant approche l'âge de la retraite. Dans une telle situation, le dirigeant pourra alors être tenté de donner une nette préférence aux investissements ou aux stratégies qui présentent les plus bas coûts à court terme et qui produisent des résultats rapidement au détriment de projets plus coûteux mais plus rentables à long terme (Byrd et al., 1998).

2.4.2.2 Différence dans les préférences de risque

La théorie du portefeuille tend à démontrer que la diversification élimine le risque spécifique à une industrie ou à une entreprise. Cependant, les dirigeants ont tendance à avoir un risque peu diversifié puisqu'une grande portion de leur capital est liée au succès de la firme pour laquelle ils travaillent (Byrd et al., 1998 ; Weston et al., 2001 ; Amihud et Lev, 1981).

Amihud et Lev (1981) ainsi que Byrd et al (1997) avancent que le risque associé au revenu du dirigeant est fortement relié au risque de l'entreprise. Ce risque d'employabilité (*employment risk*) supporté par le dirigeant ne peut cependant pas être diversifié dans le portefeuille personnel de ce dernier puisque, contrairement à d'autres types de ressources, le capital humain ne peut être échangé sur un marché compétitif. De plus, malgré l'importance des risques auxquels il fait face en cas de mauvaise performance de l'entreprise, la rémunération du dirigeant augmentera peu en cas de bonne performance puisque les bonus qui pourraient lui être versés sont généralement plafonnés à une portion fixe de son salaire. Ceci

amène ces auteurs à avancer que, lorsque le dirigeant a investi une portion significative de son capital humain dans l'entreprise et que cet investissement est difficilement transférable dans une autre firme, ses préférences de risques seront plus près de celles d'un créancier que des celles des actionnaires. La différence entre le degré de risque auquel est soumis le dirigeant et celui des actionnaires est appelée le problème de risque différentiel (Amihud et Lev, 1981).

Le dirigeant peut utiliser les politiques d'investissement et de financement de l'entreprise qu'il dirige afin de modifier le degré de risque auquel cette dernière est assujettie et ainsi mieux refléter ses propres préférences en terme de risque (Byrd et al., 1998). On peut dès lors s'attendre à ce que le dirigeant, qui a une certaine aversion face au risque, essaiera de diversifier son risque d'employabilité par une diversification de l'entreprise qu'il dirige (Amihud et Lev, 1981). Le dirigeant peut en effet percevoir les fusions et les acquisitions comme étant un moyen d'élargir la gamme de produits de son entreprise ou de procéder à une diversification dans une autre industrie afin de réduire son degré d'exposition aux risques spécifiques à un marché ou à une industrie (Byrd et al., 1998). En effet, dans une entreprise fortement diversifiée, la mauvaise performance d'une division peut être compensée par la bonne performance d'une autre. La diversification permet donc, en ce sens, de stabiliser les revenus de l'entreprise et de protéger le dirigeant des effets désastreux qu'aurait sur lui la faillite de l'entreprise qu'il dirige (Amihud et Lev, 1981).

Les fusions et les acquisitions ayant pour but la création d'un conglomérat fortement diversifié, bien que ne bénéficiant pas nécessairement aux actionnaires, pourront donc être bénéfiques au dirigeant en réduisant son risque d'employabilité qui est largement non-diversifiable via les mécanismes de marchés traditionnels (Amihud et Lev, 1981).

Il est cependant intéressant de noter que l'étude empirique de Walter et Barney (1990) portant sur les motivations de dirigeants à entreprendre des fusions ou des acquisitions n'a pas permis de faire ressortir ce motif. Les auteurs expliquent leurs résultats par le refus de la part des dirigeants interrogés à évaluer négativement les motifs qui les ont emmenés à prendre des décisions de fusions ou d'acquisitions.

2.4.2.3 Mauvaise utilisation des ressources

2.4.2.3.1 Augmentation de la taille de l'entreprise

Jensen (1986) suggère que le dirigeant peut s'engager dans des acquisitions importantes afin d'augmenter la taille de son entreprise et ainsi maximiser la valeur de sa compensation personnelle. Alors que l'augmentation de la valeur boursière d'une entreprise devrait, *ceteris paribus*, entraîner une augmentation de la rémunération de son dirigeant, d'autres actions (comme l'augmentation de la taille de la firme) peuvent avoir une influence encore plus grande sur la rémunération du dirigeant même si ces actions peuvent diminuer la performance boursière (Firth, 1991). Différentes études (Garen, 1994 ; Gomez et al., 1987 ; Murphy, 1985) portant sur la relation existant entre la taille d'une entreprise et la rémunération de son dirigeant viennent appuyer cette théorie. Ces études tendent à démontrer que la taille de l'entreprise a une corrélation avec le salaire du dirigeant supérieure à celle de sa performance.

L'étude empirique de Garen (1994) permet de constater que la taille de l'entreprise, mesurée par la valeur de ses actifs, a un effet négatif sur la sensibilité de la rémunération du dirigeant. Ceci semble confirmer l'hypothèse avancée par Simon (1957, cité par Gomez, Tosi et Hinkin, 1987)

voulant que les organisations tentent de maintenir un niveau approprié de différences salariales entre les différents paliers hiérarchiques.

L'hypothèse avancée par Agrawal (1984), qui est basée sur la théorie du capital humain, stipule quant à elle qu'il doit exister une relation entre la rémunération d'un dirigeant et la taille de son entreprise puisque le degré de complexité de son travail est directement relié à la taille de l'entreprise qu'il dirige. En ce sens, la complexité du travail du dirigeant se réfère à la nature et à l'importance des responsabilités qui lui sont conférées et est un concept relatif à la nature du travail accompli plutôt qu'à sa performance. Alors que les structures organisationnelles de l'entreprise augmentent en taille et en complexité, le travail du dirigeant devient plus complexe, justifiant ainsi une hausse de salaire pour compenser le capital humain supplémentaire requis par son travail. Cependant, à notre connaissance, aucune étude n'indique que la maximisation de la taille d'une entreprise est reliée à une maximisation de sa performance. De plus, ces explications sur la corrélation existant entre la taille d'une entreprise et le salaire de son dirigeant impliquent que les meilleurs dirigeants dirigeront les plus grosses firmes et non que l'augmentation de la taille d'une entreprise devrait se traduire par une augmentation du salaire du dirigeant déjà en place (Bliss et Rosen, 2001). Les études concernant l'évolution de la rémunération des dirigeants suite à des fusions ou des acquisitions viennent cependant infirmer ceci.

L'étude réalisée par Khorana et Zenner (1998) démontre que la rémunération du dirigeant de la firme acquéreuse est positivement corrélée avec le changement de taille de cette dernière, une acquisition entraînant en moyenne une augmentation de 10,5% du composant salaire de la rémunération du dirigeant et de 4,9% de sa rémunération totale. Les résultats de cette étude peuvent être comparés avec ceux de Bliss et Rosen

(2001) qui indiquent que 75% des fusions étudiées ont entraîné une augmentation de la rémunération du dirigeant de plus de 10%. Ces études impliqueraient qu'il existe, pour le dirigeant de la firme acquéreuse, une espérance *ex ante*, que l'augmentation de la taille de l'entreprise entraînera une augmentation de sa rémunération et que le degré de sensibilité de la relation taille/rémunération peut être un facteur déterminant dans la décision d'entreprendre une acquisition importante (Khorana et Zenner, 1998).

L'étude de Firth (1991), effectuée auprès de 215 entreprises ayant entrepris une acquisition entre 1974 et 1980, semble elle aussi indiquer que l'hypothèse relative à l'augmentation du salaire des dirigeants peut entraîner une augmentation de la taille des entreprises au détriment de leur performance boursière. En effet, cette étude révèle que plusieurs acquisitions ont entraîné des rendements boursiers négatifs, ce qui indiquerait que la maximisation de la richesse des actionnaires n'a pas été le motif le plus important lors de la prise de ces décisions. Les auteurs suggèrent plutôt la maximisation de la richesse du dirigeant comme principal motif expliquant ces acquisitions puisque leurs résultats démontrent que le processus d'acquisition entraîne invariablement une augmentation de la rémunération des dirigeants, qui peut sans doute être expliquée par une augmentation de la taille de la firme. Leurs résultats démontrent une augmentation significative de la rémunération du dirigeant, que les acquisitions offrent des rendements boursiers anormaux positifs (augmentation moyenne de la rémunération de 26 217£) ou qu'elles aient entraîné des rendements boursiers anormaux négatifs (augmentation moyenne de la rémunération de 15 198£). Ceci semble démontrer que, même si l'augmentation du salaire d'un dirigeant ayant fait une acquisition permettant d'augmenter la valeur de l'entreprise est plus importante, le dirigeant ayant pris de mauvaises décisions d'acquisition pourra lui-aussi bénéficier d'une augmentation substantielle de sa rémunération.

L'étude de Bliss et Rosen (2001), qui a examiné la performance boursière de banques ayant procédé à des fusions ou à des acquisitions, semble indiquer que ces décisions ont entraîné une baisse de la valeur boursière qui a résulté en une baisse de la valeur des investissements des dirigeants dans ces banques. Cependant, les pertes de ces dirigeants ont été contrebalancées par l'augmentation de salaire attribuable à l'augmentation de la taille des entreprises qu'ils gèrent. Les auteurs avancent donc que le résultat net indique que, malgré le fait qu'une acquisition ou une fusion peut avoir une influence néfaste sur la richesse des actionnaires, elle peut se traduire en une augmentation de la richesse du dirigeant.

Ces études sont cependant en contradiction avec les études de Lambert et Larker (1987), qui n'ont détecté aucune augmentation de salaire pour les dirigeants ayant entrepris des acquisitions présentant des rendements anormaux négatifs. Les acquisitions non-profitables entraînant même selon ces auteurs une diminution, bien que non significative, de la rémunération du dirigeant.

Finalement, Khorana et Zenner (1998) ont séparé les entreprises ayant fait des acquisitions entraînant une augmentation de la valeur boursière de celles ayant diminué cette même valeur et ont trouvé que l'effet d'une mauvaise acquisition sur le salaire du dirigeant était presque nul. Cependant, en incluant l'augmentation du risque du dirigeant de perdre son emploi, il semblerait que les mauvaises acquisitions n'augmenteront pas la rémunération du dirigeant.

2.4.2.4 Enracinement

Shleifer et Vishny (1988) font remarquer que le dirigeant est prêt à prendre toutes les actions nécessaires pour se rendre indispensable à la firme et donc plus coûteux à retirer de ses fonctions. Selon ces auteurs, la non-divulgence d'informations au conseil d'administration par le dirigeant permet d'atteindre cet objectif mais un des moyens qui sera favorisé par le dirigeant consistera plutôt à entreprendre des investissements dans des industries dans lesquelles il possède d'importants talents de gestionnaire. Charreaux (1997) avance à cet effet que le remplacement prématuré du dirigeant dans une telle situation entraînera une perte de valeur substantielle pour l'entreprise puisque le caractère spécifique et la valeur de ces investissements dépendent du maintien du dirigeant à la tête de l'entreprise.

Amihud et al. (1990) indiquent que le désir d'enracinement du dirigeant, en plus de guider ses décisions d'investissement, guidera aussi ses décisions de financement. En effet, ces auteurs rapportent qu'on avance depuis peu de nouveaux arguments, relatifs au maintien du contrôle du dirigeant sur l'entreprise, pour expliquer le choix par les dirigeants d'une méthode de paiement pour leurs acquisitions. Plus spécifiquement, Amihud et al. (1990) soutiennent que le financement des investissements par la dette ou par l'utilisation de ressources internes, peut servir de stratégie anti-prise de contrôle (*takeover defense*) puisqu'elle permettrait de solidifier le contrôle des dirigeants sur l'entreprise. Leurs résultats semblent indiquer que le dirigeant, ayant un degré de propriété élevée dans l'entreprise qu'il dirige, sera peu enclin à diluer son niveau de propriété et ainsi, augmenter son risque de perdre le contrôle, en finançant ses acquisitions par échange d'actions. L'hypothèse d'Amihud et al. (1990) semble être confirmée par plusieurs autres études empiriques.

Agrawal et Mendelker(1987) qui ont étudié la relation entre la propriété managériale et les méthodes de financement ont identifié qu'il existait un lien entre le niveau de propriété des dirigeants des firmes acquéreuses et les variations du ratio d'effet de levier de celles-ci suite à une transaction de fusion ou acquisition.

Contrairement aux études citées précédemment, Martin (1996), quant à lui, obtient une relation non linéaire entre le niveau de propriété managériale et le mode de financement. Plus précisément, il ne décèle aucune relation entre le niveau de propriété managériale et le mode de financement des transactions pour les firmes ayant un niveau de propriété managériale faible ou élevée. Par contre, il obtient une corrélation négative entre le niveau de propriété et l'utilisation du financement par actions (*stock financing*) pour les firmes ayant un niveau de propriété managériale modérée.

2.4.2.5 Effort

Selon Byrd et al. (1998), les dirigeants ont une incitation à exercer moins d'effort que ce que requièrent les actionnaires. Dans le contexte des fusions et des acquisitions, ils auront tendance à choisir des cibles dont l'acquisition nécessitera peu d'effort de leur part plutôt que celles permettant de maximiser la richesse des actionnaires.

2.4.3 Théorie des flux monétaires libres(*Free Cash-Flow theory*)

La théorie des *free cash-flow* avancée par Jensen (1986) indique que les acquisitions sont un moyen pour le dirigeant de dépenser les capitaux de l'entreprise alors qu'il aurait été préférable de les retourner aux actionnaires. Cette théorie implique que les dirigeants d'entreprise ayant accès à des capitaux importants, via les opérations ou la capacité d'emprunt

de leur entreprise, auront tendance à entreprendre des acquisitions peu profitables pour les actionnaires.

2.5 Les mécanismes de contrôle

La gouvernance d'entreprise s'intéresse au développement et au maintien de comportements qui seront mutuellement satisfaisants entre des parties ayant des intérêts personnels potentiellement divergents afin de s'assurer que les investissements des actionnaires seront gérés de façon optimale (Jensen, 1976). Plusieurs auteurs (Agrawal et Knoeber, 1996 ; Charreaux, 1997 ; Shleifer et Vishny, 1997 ; Sudarsanam, 2000) ont présenté les multiples mécanismes de contrôle permettant d'atténuer les problèmes d'agence entre dirigeants et actionnaires. La plupart de ces auteurs (Agrawal et Knoeber, 1996 ; Charreaux, 1997 ; Sudarsanam, 2000) ont tenté de séparer les différents mécanismes en fonction de leur degré d'internalité. Ainsi donc, on peut distinguer les mécanismes internes, tels la surveillance des conseils d'administration, la propriété des dirigeants et les politiques de rémunération, des mécanismes externes, tels le marché des prises de contrôle ou le marché des dirigeants. Bien que ces mécanismes soient inter-reliés(Charreaux, 1997; Agrawal et Knoeber, 1996), nous nous intéresserons principalement à l'influence des principaux mécanismes internes, soit la politique de rémunération des dirigeants, le conseil d'administration, le régime de protection des actionnaires et les pratiques de divulgation sur la performance des décisions de fusion ou d'acquisition.

2.5.1 La politique de rémunération comme mécanisme de contrôle

2.5.1.1 La rémunération incitative

Selon Merchant (1997), l'objectif des régimes de rémunération incitative à long terme est de lier la richesse future du dirigeant au succès à long terme de l'entreprise qu'il dirige. Contrairement aux plans de rémunération à court terme, qui sont habituellement payés comptant, les avantages monétaires des plans de rémunération à long terme sont habituellement reportés jusqu'à ce qu'on ait plus d'informations sur la performance du dirigeant.

Les régimes de rémunération à long terme, sont habituellement basés sur la prémisse que l'augmentation de la valeur boursière de l'entreprise reflètera la performance long-terme de l'entreprise (Bryan, 2000). Le recours à ce type de régime de rémunération liée à une mesure de performance, la valeur boursière de l'entreprise, reflétant les intérêts de l'agent permettrait d'atteindre une congruence entre les objectifs de l'agent et ceux du principal. Le potentiel incitatif d'un tel système est basé sur la théorie de l'attente (*expectancy theory*) spécifiant que si un individu est en mesure de percevoir clairement qu'un certain comportement lui apportera une récompense qu'il désire, il sera alors plus enclin à adopter ce comportement que si la relation entre son effort et sa récompense est incertaine (Lawler, 1968).

Selon Tehranian et al. (1987), dans un contexte de fusions et d'acquisitions, les plans de rémunération basés sur la performance long terme de l'entreprise ont le potentiel de pouvoir contrôler les problèmes d'horizon et de motiver les dirigeants à prendre des décisions conformes aux intérêts à long terme des actionnaires. En effet, l'adoption d'un plan de rémunération à long terme permet de prolonger l'horizon décisionnel du dirigeant d'au

moins trois à six années puisque la rémunération est reportée jusqu'à la fin de la période d'attribution et annulée si le dirigeant décide de quitter prématurément. Les résultats obtenus par Tehranian et al. (1987) semblent indiquer qu'il existe une relation positive entre la présence d'un régime de rémunération à long terme pour le dirigeant de la firme acquéreuse et les rendements boursiers anormaux de cette même firme dans la période suivant l'acquisition, ce qui semble confirmer la théorie voulant que les régimes de rémunération long terme soient un mécanisme permettant d'aligner efficacement les intérêts du dirigeant sur ceux des actionnaires.

Les résultats de Tehranian et al (1987) semblent confirmés par l'étude de Travlos et Waeglein (1992). Ces auteurs, qui ont analysé des transactions de fusions ou d'acquisitions ayant eu lieu entre 1969 et 1986, ont trouvé que les entreprises offrant à leur dirigeant un régime de rémunération long terme obtenaient des rendements boursiers anormaux supérieurs aux entreprises n'offrant pas ce type de régime.

Les résultats présentés par Tehranian et al (1987) démontrent aussi que les entreprises qui décident de procéder à un désinvestissement en vendant certaines de leurs divisions (*divesting firms*) et qui offraient à leurs dirigeants un régime de rémunération comportant des éléments long terme, obtenaient une réaction positive du marché boursier lors de l'annonce de leur décision alors que les firmes qui n'offraient pas ce type de régime faisaient face à une réaction négative. Ces résultats semblent indiquer que les marchés boursiers perçoivent favorablement les décisions de désinvestissement prises par un dirigeant ayant un régime de rémunération long terme puisque celui-ci permet d'atténuer les problèmes d'agence entre le dirigeant et les actionnaires (Tehranian et al, 1987).

2.5.1.2 Les options d'achat d'actions

Merchant (1997) décrit les régimes d'options comme étant une forme de rémunération variable par laquelle une entreprise offre à son dirigeant l'option d'acheter un certain nombre d'actions (*call option*) durant une période prédéterminée à un prix fixé d'avance. Le dirigeant peut ensuite exercer cette option à tout moment pendant cette période. Si les actions s'apprécient, le dirigeant peut empocher une somme d'argent considérable. Utilisées dans un contexte de fusions et d'acquisitions, les options permettraient d'atténuer les problèmes d'agence relatifs aux différences de risque et d'horizon entre actionnaires et dirigeants ainsi que les problèmes reliés à l'augmentation induite de la taille des entreprises.

Tel que rapporté par Rajgopal et Shevlin (2002), les options permettent de mitiger l'aversion au risque des dirigeants en leur donnant un incitatif pour adopter les projets risqués mais permettant d'augmenter la richesse des actionnaires (Rajgopal et Shevlin, 2002 ; Guay, 1999). En effet, selon Guay (1999), puisque la convexité d'un plan de rémunération génère une relation positive entre la richesse du dirigeant et le risque de la firme, les éléments de compensation comportant des fonctions de paiement convexes, tels les options, peuvent encourager le dirigeant à investir dans des projets plus risqués mais aussi plus rentables qui auraient été autrement refusés.

Les études de Rajgopal et Shevlin (2002) ont démontré qu'il existait une relation positive entre l'utilisation des options comme moyen de rémunération et le degré de risque des opérations d'exploration des entreprises pétrolifère américaines, ce qui indiquerait que l'utilisation des options permettait de réduire les problèmes liés à l'aversion au risque du dirigeant.

Bliss et Rosen (2001) sont arrivés à la conclusion que l'augmentation du niveau de rémunération reliée à la performance boursière de l'entreprise avait pour effet de réduire la probabilité qu'une entreprise procède à une fusion ou une acquisition. En effet, selon les auteurs, puisque les fusions et les acquisitions résultent habituellement en une réduction de la performance boursière de l'entreprise, il est normal que le dirigeant ayant une plus large part de sa rémunération liée à cette performance soit moins enclin à effectuer ce type de transactions et ce, même lorsqu'il tiendra compte de l'effet sur sa rémunération de l'augmentation de la taille de l'entreprise.

L'étude de Datta et al.(2001) démontre quant à elle que les dirigeants obtenant une plus forte proportion de leur rémunération sous forme d'options d'achat d'actions avaient tendance à prendre des décisions de fusions acquisitions permettant d'augmenter la valeur boursière de la firme absorbante. De plus, ces dirigeants acquièrent des entreprises ayant de plus fortes opportunités de croissance tout en versant des primes moins importantes pour leur cible.

En conclusion, la revue des études portant sur la politique de rémunération semble indiquer qu'il existe une relation entre la structure de rémunération du dirigeant et les retours anormaux suite à une transaction de fusion ou d'acquisition.

2.5.2 La propriété managériale comme mécanisme de contrôle

Jensen et Meckling (1976) avancent que la propriété managériale permet de réduire les problèmes d'agences en augmentant le degré d'alignement entre les intérêts des dirigeants et ceux des actionnaires. Ceci permettrait de réduire la tendance des dirigeants à vouloir utiliser leur position pour

prendre des décisions favorisant leurs intérêts personnels plutôt que ceux des actionnaires.

L'efficacité de la propriété managériale comme mécanisme de contrôle est cependant limitée par le risque d'enracinement (*entrenchment*) des dirigeants (Morck, Shleifer et Vishny, 1988). Comme le rapportent Fama et Jensen (1983), un niveau de propriété élevée des dirigeants pourraient en effet donner à ceux-ci la possibilité de dominer le conseil d'administration et de limiter l'efficacité de celui-ci en tant que mécanisme de contrôle (Fama et Jensen, 1983). Ceci permettrait alors aux dirigeants de garantir leur position dans la firme, d'où le concept d'enracinement (*entrenchment*), et de faire une utilisation des ressources de l'entreprise ne permettant pas une maximisation de la valeur de celle-ci (Morck, Shleifer et Vishny, 1988).

Ces théories semblent avoir été confirmées par les études empiriques qui ont tenté d'analyser le lien existant entre le niveau de propriété managériale et la performance boursière des entreprises (Morck, Shleifer et Vishny, 1988 ; Hermalin et Weisbach, 1991 ; Cho, 1998 ; Demsetz et Villalonga, 2001). En effet, la plupart de celles-ci ont décelé une relation curvilinéaire entre le niveau de propriété managériale et la performance boursière des entreprises étudiées. Plus précisément, la propriété managériale semble bénéfique pour les entreprises jusqu'à ce qu'un certain plateau soit atteint. Une fois ce plateau atteint, la performance boursière a tendance à chuter. Cette relation n'est cependant pas décelée par les études évaluant plutôt la performance comptable des entreprises (voir Sánchez-Ballesta et García-Meca, 2007 pour un sommaire de ces études).

D'autres études ont, quant à elles, tenté d'appliquer la théorie de Jensen et Meckling (1976) ou celles Fama et Jensen (1983) et de Morck, Shleifer et Vishny (1988) dans un contexte de fusion ou d'acquisition.

Amihud et al. (1990) ont enrichie les théories de Fama et Jensen (1983) et de Morck, Shleifer et Vishny (1988) en avançant que le désir d'enracinement du dirigeant, en plus de guider ses décisions d'acquisition, guidera aussi le mode de financement de ses acquisitions. Plus spécifiquement, Amihud et al. (1990) soutiennent que le dirigeant ayant un degré de propriété élevée dans l'entreprise qu'il dirige, sera peu enclin à diluer son niveau de propriété et ainsi, augmenter son risque de perdre le contrôle, en finançant ses acquisitions par échange d'actions. De plus, selon ces mêmes auteurs, le dirigeant désirant solidifier son contrôle sur l'entreprise pourra utiliser une stratégie anti-prise de contrôle (*takeover defense*) en finançant ses transactions par la dette. Les résultats obtenus par Amihud et al. (1990) semblent supporter ces hypothèses. En effet, ceux-ci indiquent que la probabilité qu'une transaction soit financée par échange d'actions (*stock exchange*) décroît lorsque le niveau de propriété managériale augmente. Les résultats d'Amihud et al. (1990) ne sont cependant pas confirmés par ceux de Martin(1996), celui-ci obtenant une relation non-linéaire entre le niveau de propriété managériale et le mode de financement. Plus précisément, Martin (1996) ne décèle aucune relation entre le niveau de propriété managériale et le mode de financement des transactions pour les firmes ayant un niveau de propriété managériale faible ou élevée. Par contre, il obtient une corrélation négative entre le niveau de propriété et l'utilisation du financement par actions (*stock financing*) pour les firmes ayant un niveau de propriété managériale modérée.

En conclusion, la revue des études portant sur la propriété managériale semble indiquer qu'il existe une relation entre le niveau de propriété managériale et les retours anormaux suite à une transaction de fusion ou d'acquisition.

2.5.3 Le conseil d'administration comme mécanisme de contrôle

Sudarsaman (2000) décrit le conseil d'administration comme étant le lien entre les actionnaires et les dirigeants d'une entreprise. À ce titre, le conseil, en mandataire des actionnaires, a un double rôle de conseil et de surveillance des dirigeants. Selon Yermack (1996), la valeur d'une firme sera influencée par les capacités du conseil d'administration à remplir ces rôles.

Certains auteurs ont avancé que l'efficacité du conseil d'administration sera tributaire de sa taille et de sa composition (Fama, 1980 ; Fama et Jensen, 1983). Les études empiriques ayant tenté de valider cette théorie n'ont cependant pas permis d'obtenir des résultats concluants (voir Dalton et al., 1998 ainsi que Yermack, 2006 pour le sommaire de ces études). On a avancé que ces résultats pouvaient être expliqués par la difficulté de générer des mesures de performance fiable (Larcker et al., 2007) ou à considérer l'effet de l'environnement d'organisationnel sur les liens entre la performance d'une entreprise et ses mécanismes de contrôle.

D'autres auteurs ont plutôt cherché à comprendre le rôle joué par les différents membres du conseil d'administration dans un contexte de fusion ou d'acquisition. Byrd et Hickman (1992), par exemple, rapportent que les membres externes du conseil peuvent jouer un rôle fondamental dans les transactions de fusions et acquisitions. En effet, selon ces auteurs les membres externes du conseil peuvent avoir été impliqués dans d'autres transactions dans le passé ou encore avoir des informations supplémentaires sur l'entreprise cible ou encore sur son secteur d'activité. De plus, ils peuvent être plus objectifs que les dirigeants de l'entreprise dans l'évaluation des bénéfices possibles d'une transaction. Byrd et Hickman (1992) indiquent que cette objectivité est nécessaire au processus

décisionnel lorsque les ambitions ou le degré élevé de confiance du dirigeant entrent en conflit avec les intérêts des actionnaires.

Le rôle positif joué par les membres externes du conseil semble être appuyé par plusieurs études empiriques. Byrd et Hickman(1992), qui ont fait une étude sur les entreprises américaines ayant entrepris des fusions ou des acquisitions entre les années 1980 et 1987, ont démontré que les entreprises où plus de la moitié des membres du conseil étaient indépendants de la direction présentaient, en moyenne, des rendements anormaux supérieurs. La relation entre la proportion de membres indépendants et les rendements anormaux était cependant curvilinéaire, les entreprises acquéreuses gouvernées par des conseils où les membres indépendants sont surreprésentés (plus de 60%) présentant des rendements inférieurs. Cette relation a fait avancer aux auteurs qu'il est possible d'avoir trop de membres indépendants sur un conseil d'administration tout en leur permettant de confirmer l'hypothèse de Baysinger et Butler (1985) selon laquelle tous les membres externes et internes d'un conseil d'administration jouent des rôles distincts mais nécessaires dans la gestion d'une entreprise.

Plus tard, Huson (2003) a avancé que la nature d'une transaction de fusion ou d'acquisition affectera la pertinence et la valeur des différents rôles joués par les membres d'un conseil d'administration. Lors d'une transaction complexe ou encore impliquant une diversification, la présence sur le conseil de représentants externes ayant l'expérience de telles transactions ou encore ayant une connaissance du secteur d'activités visé par l'acquisition sera primordiale. Par contre, lors d'acquisitions intra-sectorielles, les connaissances spécifiques à l'industrie des membres internes sont susceptibles d'être plus importantes. Afin de valider son hypothèse, Huson (2003) a analysé les rendements de sociétés américaines ayant réalisé des transactions de fusion ou acquisitions entre 1990 et 1995. Ses résultats

indiquent que pour les sociétés ayant fait des acquisitions inter-industries, les rendements autour de la date d'annonce étaient légèrement supérieurs (1,9%), si le conseil d'administration de la firme acquéreuse était composé d'au moins deux-tiers de membres indépendants. Les rendements des firmes ayant effectuée des transactions intra-industries, n'étaient quant à eux pas affectés par le degré d'indépendance de leur conseil d'administration.

Sudaram et al. (2001), quant à eux, se sont intéressés au rôle joué par le conseil d'administration dans le contexte d'acquisitions interfrontalières réalisées par des entreprises américaines. Leurs résultats démontrent la présence de retours anormaux sensiblement plus importants pour les entreprises acquéreuses ayant une majorité de représentants externes sur leur conseil d'administration. Ces résultats sembleraient donc confirmer l'important rôle joué par les membres externes du conseil dans les cas des transactions complexes que sont les fusions acquisitions interfrontalières ou encore interindustrielles.

Desai et al. (2005) avancent de leur côté qu'en raison d'un effet de substitution, les différentes caractéristiques d'un conseil d'administration ne peuvent être analysées de façon indépendante. En effet, les résultats de leur étude démontrent que le degré d'indépendance et le niveau de propriété des membres du conseil influencent favorablement la valeur créée par les transactions de fusions ou acquisitions réalisées par des entreprises ayant à leur tête un dirigeant possédant un niveau de propriété limitée (*manager-controlled enterprises*). Cette relation n'existe cependant pas pour les entreprises dirigée par un président propriétaire (*owner-manager-controlled*) ou ayant une propriété concentrée (*owner-controlled*).

Contrairement aux études citées précédemment, l'étude réalisée par Subrahmanyam et al. (1997) indique qu'il existerait une relation négative

entre les rendements anormaux et la proportion de membres indépendants sur les conseils d'administration. Ces résultats différents peuvent cependant être expliqués par le fait que l'étude s'intéressait aux transactions conclues entre des banques américaines entre 1987 et 1989. En effet, les auteurs avancent que les membres indépendants des conseils d'administration des banques sont nommés pour leur connaissance du contexte légal et législatif des banques plutôt que pour leur efficacité à évaluer des transactions de fusion ou d'acquisition.

En conclusion, la revue des études portant sur la composition du conseil d'administration semble indiquer qu'il existe une relation positive entre la composition du conseil d'administration et les retours anormaux suite à une transaction de fusion ou d'acquisition.

2.5.4 La protection des actionnaires comme mécanisme de contrôle

La Porta et al.(2000) souligne qu'un certain niveau de protection doit être offert aux actionnaires minoritaires afin de les protéger de toutes tentatives d'expropriation par les actionnaires majoritaires. La protection des actionnaires a cependant été l'objet de très peu d'études dans un contexte de fusion ou acquisition.

Bigelli et Mengoli (2001) qui ont étudié les transactions effectuées par des entreprises ont constaté que les retours anormaux étaient sensiblement inférieurs lorsqu'il y avait un haut degré de séparation entre la propriété et le contrôle de l'entreprise acquéreuse. De plus, en examinant un sous-échantillon de 19 transactions où l'acquéreur et la cible faisaient partie de la même pyramide conglomérale, ils ont décelé que les rendements anormaux étaient sensiblement négatifs lorsqu'une entreprise du groupe achète une compagnie plus basse dans la pyramide. Ces résultats sont, selon les auteurs, compatible à l'hypothèse d'expropriation.

L'étude de Ben Amar et André(2006), réalisée dans un contexte canadien, n'a quant à elle pas permis de déceler de relation négative entre la séparation de la propriété et du contrôle d'une firme acquéreuse et les rendements boursiers qu'elle génère suite à une transaction de fusion ou acquisition. Selon les auteurs, ces résultats peuvent être expliqués par le haut niveau de protection que le système canadien offre aux investisseurs.

2.5.5 La divulgation volontaire comme mécanisme de contrôle

À notre connaissance, très peu d'études ont analysé le rôle joué par la divulgation volontaire dans un contexte de fusion ou acquisition. La seule étude connue est celle de Lowengrub et al.(2004). Cette étude a comparé la réaction des marchés boursiers à l'annonce de transactions de fusion ou acquisition entre les États-Unis, un pays ayant des pratiques de divulgation stricte, et l'Allemagne, un pays où les pratiques de divulgation sont plus laxistes. Les résultats obtenus par Lowengrub et al.(2004) sembleraient indiquer que la divulgation volontaire a peu d'effet sur les rendements anormaux observés lors de l'annonce d'une transaction de fusion ou acquisition.

3.0 La question de recherche, les hypothèses et les équations

Notre revue de la littérature sur les fusions et acquisitions nous indique que ces décisions de fusion ou d'acquisition sont généralement expliquées par le désir des dirigeants de maximiser la richesse des actionnaires. Nous avons cependant constaté que plusieurs études empiriques tendent à démontrer que la performance *ex post*, tant boursière qu'opérationnelle, des firmes ayant réalisé de telles transactions n'est pas significativement positive. Certains théoriciens avancent donc que la fréquence de ces transactions de fusions et acquisitions pourrait plutôt être expliquée par des motifs différents résultant d'une divergence d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants, dont le désir du dirigeant de garantir sa position ou encore d'augmenter sa rémunération. Le recours à différents mécanismes de gouvernance permettrait d'atteindre une congruence entre les objectifs de l'agent et ceux du principal.

Notre revue de la littérature sur les fusions et acquisitions semble valider cette théorie et nous permet de développer nos questions de recherche et leurs hypothèses sous-jacentes.

1. Quel est l'impact de la qualité de la gouvernance de la firme acquéreuse sur sa performance boursière suite à l'annonce d'une transaction de fusion ou acquisition ?

H1 : *Les rendements boursiers anormaux autour des dates d'annonce des transactions de fusions et acquisition seront supérieurs pour les entreprises acquéreuses ayant un indice de gouvernance élevé.*

2. Quel est l'impact des principaux mécanismes de gouvernance sur la performance boursière de la firme acquéreuse suite à l'annonce d'une transaction de fusion ou acquisition ?

- H2a : *Les rendements boursiers anormaux autour des dates d'annonce des transactions de fusions et acquisition seront supérieurs pour les entreprises acquéreuses ayant un résultat élevé en ce qui a trait à la qualité du conseil d'administration.*
- H2b : *Les rendements boursiers anormaux autour des dates d'annonce des transactions de fusions et acquisition seront supérieurs pour les entreprises acquéreuses ayant un résultat élevé en ce qui a trait à la propriété managériale et à l'information divulguée à propos de la rémunération des dirigeants et administrateurs.*
- H2c : *Les rendements boursiers anormaux autour des dates d'annonce des transactions de fusions et acquisition seront supérieurs pour les entreprises ayant un résultat élevé en ce qui a trait aux pratiques de divulgation volontaires.*
- H2d : *Les rendements boursiers anormaux autour des dates d'annonce des transactions de fusions et acquisition seront supérieurs pour les entreprises ayant un résultat élevé en ce qui a trait à la protection des actionnaires.*

4.0 La méthodologie

4.1 Les données

4.1.1 Source des données

4.1.1.1 Données sur les transactions de fusions ou acquisitions

Nous avons obtenu les données relatives aux transactions canadiennes de fusions et acquisitions de la base de données *Worldwide Mergers & Acquisitions Database* publiée par le groupe *Thomson Financial Securities Data*. Cette base de données fournit les informations critiques sur les transactions (type de transaction, valeur, mode de paiement, dates importantes) et sur les entreprises impliquées (code SIC, localisation, symbole boursier).

4.1.1.2 Données sur la qualité de gouvernance

Des efforts considérables ont été déployés au cours des dernières années afin de développer un indice de gouvernance qui permettrait d'évaluer efficacement la gouvernance des entreprises. Parmi les indices qui ont été développés, nous pouvons citer celui du Governance Metrics International (GMI), du Investor Responsibility Research Center (IRRC), de l'Institutional Shareholder Services (ISS), de l'United Shareholders Association (USA) ou encore celui du *Globe and Mail Report on Business* au Canada. Ces indices ont tous une conception semblable qui est en partie dictée par leur objectif commun : évaluer la gouvernance des entreprises selon une série de critères regroupés devant représenter les meilleures pratiques de gouvernance.

Ces indices ont été utilisés dans un nombre considérable d'études. La plupart de celles-ci ont tenté d'évaluer la relation pouvant exister entre les pratiques de gouvernance d'une entreprise et sa performance (Manry et Stangeland, 2003; Gompers et al., 2003; Bebchuk et al., 2004, Brown et Caylor, 2004; Gupta et al. 2006, Bhagat et Bolton, 2008, Bauer et al., 2008). Certaines ont cependant évalué les effets de la gouvernance sur d'autres aspects de l'entreprise tel la qualité de son information comptable (Niu, 2005) ou encore sa cote de crédit (Ashbaugh-Skaife et al., 2006). Ces études ont majoritairement décelé une relation positive entre les pratiques de gouvernance d'une entreprise et sa performance.

Pour notre étude, nous utilisons les données relatives à la qualité de la gouvernance produites par le *Globe & Mail Report on Business*. Cette étude réalisée annuellement depuis 2002 évalue les entreprises de l'index S&P/TSX par rapport à leur degré de conformité aux pratiques de gouvernance les plus reconnues (McFarland, 2003). Le *Globe & Mail* obtient la description des pratiques de gouvernance des entreprises en consultant leurs circulaires de sollicitations de procuration (*proxy circular*) puis les évalue selon une série de critères catégorisés selon 4 dimensions de la gouvernance d'entreprise : conseil d'administration, rémunération des dirigeants et des membres du conseil, protection des actionnaires et pratiques de divulgation. Le *Globe & Mail* attribue une pondération à chacun de ces critères afin d'obtenir un indice globale devant représenter la qualité de la gouvernance des entreprises évaluées. Ces données ont déjà été utilisé par nombre de chercheurs canadiens notamment Niu (2005) et Gupta et al. (2006).

4.1.1.3 Données sur la performance boursière

Nous avons obtenu les données relatives à la performance boursière des entreprises en consultant la base de données de la Bourse de Toronto (TSX). Cette base de données nous permettra de calculer les rendements boursiers anormaux des entreprises acquéreuses.

4.1.2 Sélection des données

Nous avons sélectionné toutes les transactions de fusions et acquisitions rencontrant les critères suivants : 1) transactions effectuées entre 2000 et 2006, 2) les entreprises impliquées sont des entreprises publiques canadiennes, 3) la valeur de la transaction représente plus de 10 millions de dollars canadiens, 4) les informations boursières des entreprises acquéreuses sont disponibles dans *TSX* et ce pour l'année précédant la transaction, 5) les entreprises acquéreuses faisaient partie de l'indice du *Globe and Mail* dans l'année où la transaction a été effectuée.

La décision de sélectionner les transactions de fusions et acquisitions représentant plus de 10 millions de dollars s'inspire de la méthodologie de recherche de Healy et al. (1992). Selon ce dernier, la sélection de transactions importantes permet de détecter plus significativement l'existence des gains réalisés suite à ces transactions. De plus, ce choix permet de réduire la probabilité que des acquisitions multiples par une entreprise puissent biaiser les résultats de l'étude.

De plus, nous avons sélectionné les transactions effectuées depuis 2000, même si l'indice de gouvernance du *Globe and Mail* est publié depuis 2002. Cette décision s'inspire de la méthodologie de recherche utilisée par Francoeur et al. (2008). Selon ces auteurs, la généralisation des données de

gouvernance de l'année 2002 aux années 2000 et 2001 ne « crée pas un biais important puisque la gouvernance des entreprises était stable avant les réformes instituées à la fin de 2001 ».

Nous avons identifié que 257 transactions d'un montant supérieur à 10 millions de dollars canadiens avaient été conclues entre 2000 et 2006. Parmi celles-ci, 161 ont été réalisées par des entreprises figurant au classement du *Globe and Mail*. De cette liste, nous avons écarté 42 transactions n'impliquant pas des cibles canadiennes et 6 transactions pour lesquelles les données boursières de la firme acquéreuse n'étaient pas disponibles. Les 15 transactions pour lesquelles le code SIC de l'entreprise cible n'étaient pas disponible ont également été retranchées. Au final, un échantillon de 98 firmes a été sélectionné pour nos analyses.

4.3 Les variables

4.3.1 Les variables dépendantes

4.3.1.1 Définition d'une mesure de performance

Puisque la réaction du marché boursier est la méthode la plus fiable pour évaluer la création de la valeur pour les actionnaires suite à l'annonce d'une transaction de fusion ou acquisition (Andrade, Mitchell et Stafford, 2001), notre recherche se voudra une étude événementielle. L'utilisation d'une telle méthodologie afin d'estimer la variation de valeur attribuable à une transaction de fusion et d'acquisition implique la sélection d'une méthode d'estimation des rendements anormaux, d'une période événementielle et d'une période d'observation.

4.3.1.2 Définition d'une période événementielle

En posant l'hypothèse d'un marché boursier efficace quant à la diffusion et l'incorporation des informations publiques, Andrade, Mitchell et Stafford (2001) affirment que le cours des actions s'ajuste rapidement suite à l'annonce d'une transaction de fusion ou acquisition en incorporant toute variation de valeur attribuable à cette transaction. Ces auteurs recommandent l'utilisation d'une fenêtre événementielle courte. Suivant ces recommandations, notre période événementielle s'étale sur trois jours, soit de la journée précédant l'annonce d'une transaction jusqu'à la journée suivante (-1, 0, +1). Cette approche a déjà été éprouvées dans nombres d'études portant sur les transactions de fusions ou acquisitions (Morck, Shleifer et Vishny, 1990 ; Mulherin et Boone, 2000 ; Andrade, Mitchell et Stafford, 2001 ; André et Ben Amar, 2006).

4.3.1.1 Définition de la performance opérationnelle anormale

Nous avons précédemment défini notre mesure de performance comme étant les rendements boursiers anormaux à court-terme. Utilisant la méthodologie décrite par Brown et Warner (1985), nous calculons les retours anormaux de chaque entreprise acquéreuses en utilisant le modèle du marché. Les rendements anormaux (A_{it}) attribuables à la transaction de fusion ou acquisition seront la différence entre les rendements réels (RR_{it}) et les rendements prévus (RP_{it}) de la société acquéreuse. Les rendements prévus sont estimés en régressant les rendements réels de la société acquéreuse avec le rendement moyen équipondéré (*Equally Weighted*) de l'ensemble des entreprises cotées sur le TSX, sur une période d'observation de 255 jours précédant 30 jours avant la date de l'annonce de la transaction(T).

4.3.2 Les variables indépendantes

4.3.2.1 Indice global de gouvernance (T)

L'indice de gouvernance publié par le *Globe and Mail* évalue la gouvernance des entreprises selon 22 critères catégorisés selon 4 dimensions de la gouvernance d'entreprise : conseil d'administration, rémunération des dirigeants et des membres du conseil, protection des actionnaires et pratiques de divulgation. Le *Globe and Mail* attribue une pondération à chacun des critères en fonction de son importance pour un total maximum de 100 points.

4.3.2.2 Sous-indice pour la qualité du conseil(BC)

Le sous-indice pour la qualité du conseil mesure le degré d'indépendance du conseil d'administration, du comité de vérification et du comité de rémunération ainsi que le mécanisme d'évaluation de la performance des membres du conseil. Le *Globe and Mail* attribue une pondération à chacun des critères en fonction de son importance pour un total maximum de 37 points.

4.3.2.3 Sous-indice pour la propriété managériale et information à propos de la rémunération des dirigeants et administrateurs (C)

Le sous-indice de rémunération et de propriété mesure le degré de propriété du dirigeant et des membres du conseil d'administration ainsi que les politiques de divulgation de l'information relative à la rémunération du dirigeant. Le *Globe and Mail* attribue une pondération à chacun des critères en fonction de son importance pour un total maximum de 25 points.

4.3.2.4 *Sous-indice de protection des droits des actionnaires (SR)*

Le sous-indice de protection des actionnaires évalue le processus de nomination des membres du conseil ainsi que celui d'attribution d'options aux dirigeants tout en pénalisant l'existence d'actions non-votantes ou à votes multiples. Le *Globe and Mail* attribue une pondération à chacun des critères en fonction de son importance pour un total maximum de 28 points.

4.3.2.5 *Sous-indice des pratiques de divulgation (D)*

Ce sous-indice évalue les pratiques de divulgation d'information non-financière de l'entreprise en fonction du type d'informations fournies sur les membres du conseil. Le *Globe and Mail* attribue une pondération à chacun des types d'information en fonction de son importance pour un total maximum de 10 points.

4.3.3 *Les variables de contrôle*

4.3.1.1 *Méthode de paiement (PAIEMENT)*

Plusieurs études rapportent qu'il existe une forte relation entre le rendement économique d'une transaction de fusion et acquisition et le moyen de paiement utilisé pour celle-ci. Ces études tendent à démontrer que les transactions monétaires (*cash transactions*), où une firme est acquise par un paiement monétaire surperforment par rapport aux transactions effectuées par échange d'actions ou par un mixte d'argent et d'actions et ce tant au niveau boursier (Travlos, 1987 ; Loughran et Vijh, 1997 ; Dong et al., 2006 ; Walters & al, 2006, Ben Amar et André, 2006) qu'opérationnel (Ghosh, 2001 ; Linn & Switzer, 2001). Ghosh(2001) explique cette surperformance par le rôle contrôlant de la dette et par le fait que les acquisitions disciplinaires sont souvent faites grâce à un paiement

monétaire. Dong et al. (2006) attribuent quand à eux la bonne performance des transactions monétaires à la probabilité accrue qu'une entreprise sous-évaluée par le marché soit acquises par paiement monétaire et qu'une entreprise surévaluée finance ses acquisitions par échange d'actions.

Nous avons créé une variable dichotomique afin de contrôler l'effet relatif au moyen de paiement. Une transaction monétaire sera dénotée par 1 alors que les autres transactions obtiendront un 0.

4.3.1.2 Caractère de la transaction (CARACTÈRE)

Loughran et Vih(1997) démontrent que les acquisitions hostiles performant mieux à long terme que les acquisitions amicales. Des études subséquentes n'ont cependant pas permis de confirmer ces résultats (Megginson et al., 2004). Nous utiliserons une variable de contrôle binomiale CARACTÈRE afin de contrôler l'effet possible du caractère de la prise de contrôle. Une acquisition amicale sera dénotée par 1 alors qu'une acquisition hostile le sera par un 0.

4.3.1.3 Taille relative de l'acquisition (TAILLE)

L'acquisition d'une entreprise relativement grande sera probablement une décision économique plus importante pour l'acquéreur que l'acquisition d'une petite entreprise. On peut donc s'attendre à ce que la magnitude de la performance post-acquisition soit plus importante lors de l'acquisition d'une entreprise relativement importante (Asquith et al. 1983). Les études ayant tenté de valider empiriquement cette intuition ont cependant obtenu des résultats mixtes. En effet, alors que certaines études (Asquith et al. 1983; Jarrell et Poulsen, 1989 ; Walters, 2006) décelaient une relation positive, d'autres ont plutôt décelé une relation négative (Dong et al., 2005) ou non-significative (Ben Amar et André, 2006).

Utilisant la même méthodologie que Walters (2006) et Ben Amar et André(2006), nous définirons la taille relative de l'acquisition comme étant le logarithme de la valeur de la transaction par rapport à la valeur boursière de l'acquéreur.

4.3.1.4 Acquisition intra-sectorielle (I)

La théorie des synergies opérationnelles indique que la performance des entreprises acquérant une entreprise dans leur secteur d'activités peut être améliorée grâce à la réalisation d'économies d'échelle (Trautwein, 1990). Cette théorie semble confirmée par les résultats obtenus par Healy et al. (1992), DeLong (2001), Further & al. (1998), André et al. (2004) ainsi que Berger et Offek(1995).

Nous utiliserons une variable dichotomique afin de contrôler l'effet possible d'une acquisition intra-sectorielle. Une acquisition intra-sectorielle sera dénotée par 1 alors qu'une acquisition conglomerale le sera par un 0.

Nous utiliserons la même méthode qu'Eckbo (2000) et Gosh (2001) afin de départager les acquisitions intra-sectorielles et les acquisitions conglomerales. Les acquisitions intra-sectorielles seront donc celles où l'entreprise acquéreuse et cible ont le même code de classification SIC (*Standard Industrial Classification*).

Tableau 2: Tableau récapitulatif des variables de contrôle

Variable	Description	Études antérieures	Prédiction
CARACTÈRE	Caractère de la prise de contrôle (hostile, amicale)	Loughran et Vijh(1997)	Positif
PAIEMENT	Méthode de paiement	Loughran et Vijh(1997) Walters et al. (2006) Ghosh(2001) ; Linn et Switzer(2001) André et al. (2001)	Positif
TAILLE	Taille relative de l'acquisition (cible/acquéreuse)	Eckbo(2000) Jarrell et Poulsen(1989) Walters(2006)	Positif
INTEGRATION	Acquisition intra-sectorielle	DeLong (2001) Further et al. (1998) André et al. (2004) Berger et Offek(1995)	Positif

4.4 Les équations

Nos modèles d'équations s'inspirent de ceux utilisés par Niu (2005) qui a utilisé l'indice de gouvernance du *Globe and Mail* afin de mesurer l'effet de la gouvernance sur la qualité de l'information financière. Nous avons cependant modifié ces équations afin de les rendre conformes à notre modèle d'analyse qui concerne les fusions ou acquisitions. Plus précisément :

$$\text{Équation 1 : } A_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Gouvernance} + \alpha_2 \text{ CARACTÈRE} + \alpha_3 \text{ PAIEMENT} + \alpha_4 \text{ TAILLE} + \alpha_5 \text{ INTEGRATION} + \varepsilon$$

$$\text{Équation 2 : } A_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{CONSEIL} + \alpha_2 \text{RÉMUNÉRATION ET PROPRIÉTÉ} + \alpha_3 \text{PROTECTION} + \alpha_4 \text{DIVULGATION} + \alpha_5 \text{CARACTÈRE} + \alpha_6 \text{PAIEMENT} + \alpha_7 \text{TAILLE} + \alpha_8 \text{INTEGRATION} + \varepsilon$$

Où

A_{it} = Rendements anormaux attribuables à la transaction de fusion ou acquisition

GOUVERNANCE= Qualité de la gouvernance mesurée par l'indice global du *Globe and Mail*

CONSEIL= Indice mesurant la qualité du conseil d'administration

RÉMUNÉRATION ET PROPRIÉTÉ= Indice mesurant le degré de propriété des dirigeants et des membres du conseil ainsi que leur rémunération

PROTECTION= Indice mesurant le degré de protection offert aux actionnaires

DIVULGATION= Indice évaluant les pratiques de divulgation non-financière de la société

CARACTÈRE= Variable binomiale présentant le caractère de la prise de contrôle (hostile, amicale)

PAIEMENT= Variables binomiales présentant les transactions monétaires (*cash transactions*)

TAILLE= Taille relative de l'acquisition (cible/acquéreuse)

INTEGRATION= Variable binomiale présentant l'acquisition intra-sectorielle

5.0 Analyses

Ce chapitre présente les résultats de notre recherche. Dans un premier temps nous y présentons les statistiques descriptives de notre échantillon et de nos variables de recherche ainsi que les résultats de nos analyses univariées. Dans un second temps, nous présentons les résultats des régressions linéaires visant à tester nos hypothèses de recherche.

5.1 Statistiques descriptives et analyses univariées

La présentation de statistiques descriptives fait ressortir les caractéristiques des transactions de notre échantillon. Les analyses univariées permettent de faire une analyse préliminaire de la relation entre la gouvernance des entreprises acquéreuses et leur performance boursière suite à l'annonce d'une transaction de fusion ou d'acquisition.

5.1.1 Statistiques descriptives

Le tableau 4 présente la distribution par année et par secteur d'activités des 98 transactions comprises dans notre échantillon. L'année 2000 a été la plus active pour les entreprises comprises dans le sondage sur la gouvernance du *Globe and Mail* puisque celles-ci ont réalisé 30 transactions totalisant 16 milliards de dollars. Le secteur des transports, communications, électricité et services publics, avec ses 14 transactions, avait été particulièrement actif en cette année d'éclatement de la bulle technologique. L'année 2005 a quand à elle été l'année où les entreprises comprises dans le sondage du *Globe and Mail* ont réalisé le moins de transactions(5). Celles-ci ont cependant été relativement importantes (valeur moyenne de 2,2 milliards).

Les rendements anormaux attribuables aux 98 transactions de notre échantillon sont présentés dans le tableau 5. Les transactions de fusion ou d'acquisition ont, en moyenne, généré des rendements anormaux négatifs de -0,76% au cours de la fenêtre événementielle (-1 jour, +1 jour) entourant l'annonce de la transaction. Aussi, plus de la moitié (56) des 98 transactions étudiées ont été source de rendements anormaux négatifs.

L'utilisation de fenêtres événementielles différentes a généré des résultats similaires sauf la fenêtre événementielle (+1, +1) qui elle présente des rendements anormaux positifs de 0,33%. Ces rendements positifs semblent cependant disparaître lorsqu'une fenêtre post-acquisition plus longue (-5, +5) est utilisée.

La présentation de nos résultats permet de faire ressortir que les transactions de fusion ou acquisition n'ont, en général, pas permis de créer de la valeur pour les actionnaires des firmes acquérees. Ceci n'est pas cohérent avec la théorie voulant que les décisions de fusion ou acquisition soient motivées par un désir des dirigeants de maximiser la richesse des actionnaires des firmes acquérees.

Les résultats obtenus ne diffèrent pas significativement de ceux des études analysant les plus récentes transactions américaines. En effet, la plupart de ces études semblent indiquer que les transactions de fusions ou acquisition génèrent des rendements anormaux négatifs (Walker, 2000 ; Song and Walking, 2004). Nos résultats s'éloignent cependant de ceux obtenus par d'autres chercheurs canadiens qui eux semblent indiquer que l'annonce d'une transaction de fusion ou acquisition est source de rendements anormaux positifs (Eckbo et al., 2000 ; Ben Amar et André, 2006). Nos résultats divergents pourraient être expliqués par une différence dans les périodes observées. Alors que notre recherche étudie les transactions effectuées entre 2000 et 2006, celles d'Eckbo et al. (2000) et de Ben Amar

et André(2006) s'intéressaient respectivement aux transactions conclues entre 1964-1983 et 1998-2000. Tuch(2007) dans sa revue des recherches empiriques analysant les transactions de fusion et acquisition a lui aussi constaté que les recherches les plus récentes semblaient documenter une diminution des rendements anormaux des acquéreurs.

5.1.2 Analyse des corrélations

Le tableau 6 présente la matrice des corrélations entre les sous-indices de gouvernance et les variables de contrôle relatives aux caractéristiques des transactions de fusion ou acquisition.

La matrice des corrélations montre que les variables représentant les différents sous-indices de gouvernance sont corrélées négativement. L'absence de significativité dans les corrélations observées ne permet cependant pas d'appuyer la théorie selon laquelle il existe un effet de substitution entre les différents mécanismes de contrôle (Rediker et Seth, 1995; Agrawal et Knoeber, 1996).

De même, les deux variables de contrôle représentant le mode de paiement et la taille relative de l'acquisition sont corrélées positivement (0.503). Ceci semblerait indiquer que les entreprises paient comptant leurs plus importantes transactions. Ces résultats sont en contradiction avec ceux obtenus par Walters(2006) et Moeller(2004), mais conformes à ceux de Masulis(2007).

Finalement, nous constatons une relation positive entre le mode de paiement et le caractère de la prise de contrôle. Ces résultats sont conformes avec certains auteurs (Dong et al., 2006) qui avancent que les prises de contrôle hostiles auront tendance à être conclues par un paiement monétaire.

5.1.3 Tests paramétriques de différences

Nous avons effectué des tests paramétriques de différences afin de déterminer l'impact de la gouvernance des entreprises acquéreuses sur leur performance boursière suite à l'annonce d'une transaction de fusion ou d'acquisition. Ainsi, nous avons divisé notre échantillon en deux sous-groupes en fonction des rendements anormaux générés suite à l'annonce de la transaction. Le sous-groupe A regroupe les transactions pour lesquelles des rendements anormaux positifs ont été enregistrés alors que le sous-groupe B contient les transactions ayant généré des rendements négatifs. Le tableau 7 présente les résultats des analyses comparatives entre ces deux sous-groupes. Les résultats des tests univariés ne permettent pas de démontrer l'existence de différences significatives au niveau de la gouvernance entre les entreprises ayant généré des rendements anormaux positifs et celles ayant généré des rendements anormaux négatifs.

L'analyse des moyennes entre les deux sous-groupes indique que l'indice global de gouvernance est similaire ($t = 0,059$, non-significatif) entre les entreprises dont les transactions ont généré des rendements anormaux positifs à leur annonce et celles ayant des rendements anormaux négatifs. Ces résultats préliminaires sembleraient indiquer que le marché boursier est indifférent à la gouvernance des entreprises acquéreuses lorsque vient le temps d'évaluer la valeur créée par une transaction de fusion acquisition. Ceci réfuterait l'hypothèse H1. Nos résultats contredisent aussi les résultats d'études (Gompers, Ishii et Metrick, 2003 ; Bebchuk, Cohen et Ferrell, 2004 ; Bauer, 2007) ayant évalué la relation existant entre la qualité de la gouvernance d'une entreprise et la performance boursière de celle-ci. Nos résultats sont cependant similaires à ceux obtenus par Klein et al.(2002) ainsi que par Gupta et al.(2006) sur des données canadiennes. Ces études, qui utilisaient elles aussi les mesures du *Globe and Mail*, semblaient

indiquer qu'il n'existait pas de lien significatif entre la gouvernance et la performance boursière des entreprises.

L'analyse comparative des moyennes pour les différents sous-indices composant l'indice global de gouvernance font ressortir des différences non-significatives entre les caractéristiques de gouvernance des entreprises acquéreuses dont l'annonce des transactions a généré des rendements anormaux positifs et celles ayant des rendements anormaux négatifs.

Le sous-indice représentant la composition du conseil d'administration est inférieur ($t = -1,180$, non-significatif) pour les entreprises acquéreuses ayant enregistré des rendements positifs suite à l'annonce d'une transaction. Nos résultats s'éloignent donc de ceux obtenus par la majorité des autres chercheurs (Byrd et Hickman, 1992 ; Huson, 2003 ; Desai et al., 2005, Ben Amar et André, 2006) qui eux avaient décelé une relation positive entre le degré d'indépendance du conseil et la valeur créée par les transactions de fusion ou acquisition réalisées. Les résultats nous incitent aussi à rejeter l'hypothèse H2a.

Les moyennes pour le sous-indice représentant les pratiques de rémunération des dirigeants sont supérieures ($t = 0,805$, non-significatif) pour les entreprises acquéreuses ayant enregistré des rendements positifs suite à l'annonce d'une transaction. Nos résultats sont cependant difficilement comparables avec ceux obtenus par les études antérieures (Amihud et al., 1990; Martin, 1996) puisque l'indice du *Globe and Mail* ne mesure pas le degré de concentration de la propriété (Klein et al., 2002). La non-significativité de nos résultats n'est pas conforme avec l'hypothèse H2b.

Le sous-indice représentant les pratiques de divulgation est légèrement supérieur ($t = 0,098$, non-significatif) pour les entreprises acquéreuses ayant enregistré des rendements positifs suite à l'annonce d'une transaction. Nos résultats rejoignent ceux obtenus par Klei et al.(2002) qui avaient décelé une relation positive entre la performance boursière de l'entreprise acquéreuse et ses pratiques de divulgation d'une entreprise, tel qu'évaluées par le *Globe and Mail*. Ces résultats sont conformes à l'hypothèse H2c.

Les moyennes pour le sous-indice représentant la protection des actionnaires sont supérieures ($t = 0,816$, non-significatif) pour les entreprises acquéreuses ayant enregistré des rendements positifs suite à l'annonce d'une transaction. Ces résultats préliminaires semblent indiquer que le marché boursier perçoit positivement les transactions effectuées par les entreprises offrant un plus haut niveau de protection à ses actionnaires. Ces résultats sont compatibles avec ceux obtenus par La Porta et al.(1997, 2002) qui prouvaient qu'une meilleure protection des actionnaires était associée à une évaluation boursière plus élevée. Ils sont aussi conformes à l'étude de Bigelli et Mengoli (2001) qui présentait des rendements anormaux inférieurs lorsque l'entreprise acquéreuse souffrait d'un haut degré de séparation entre sa propriété et son contrôle. Finalement, nos résultats sont compatibles avec ceux de Klein et al.(2002) qui avaient décelé une relation positive entre la performance boursière d'une entreprise et le niveau de protection offert à ses actionnaires. Le niveau de significativité de nos résultats ne nous permet cependant pas de corroborer l'hypothèse H2d.

Finalement, il ne semble pas y avoir de différences significatives entre les caractéristiques (taille relative, moyen de paiement, caractère, intégration) des transactions ayant généré des rendements anormaux positifs et celles des transactions ayant généré des rendements anormaux positifs négatifs. Ceci semble corroborer les études de Megginson et al.(2004) et Healy et al.(1997) qui n'avaient décelé aucune relation entre le caractère d'une

transaction et ses rendements anormaux. Nos résultats sont cependant en opposition avec les études ayant documenté une relation entre les rendements anormaux et le mode de paiement (Loughran et Vjih, 1997 ; Walters & al, 2006) ou la taille relative de l'acquisition (Jarrell et Poulsen, 1989 ; Walters, 2006).

En conclusion, les résultats de nos tests univariés semblent indiquer que les investisseurs accordent une certaine attention à la gouvernance de l'entreprise acquéreuse lorsque vient le temps d'évaluer ses décisions de fusion ou acquisition. L'importance accordée par les investisseurs varie cependant entre les différents mécanismes et n'est pas aussi importante que l'aurait laissé présager la théorie. De plus, la gouvernance des entreprises acquéreuses ne semble pas affecter significativement les caractéristiques de leurs transactions.

5.2 Analyses multivariées

Cette section présente les résultats des analyses multivariées que nous avons effectuées. Nous y testons les hypothèses à l'égard de l'influence de la gouvernance et de ses composantes sur la performance boursière des entreprises acquéreuses en utilisant deux modèles de régression. Le premier modèle utilise une variable indépendante représentant le score global de gouvernance selon l'étude du *Globe and Mail* ainsi qu'un ensemble de variables visant à contrôler l'effet de certaines caractéristiques transactionnelles. Ces variables sont régressées par rapport aux rendements anormaux observés lors de la période (-1, +1) entourant l'annonce d'une transaction de fusion ou acquisition. Le second modèle est similaire au premier mais il tient compte de la qualité de la gouvernance pour les quatre dimensions de la gouvernance mesurées par le *Globe and Mail* (Qualité du conseil d'administration, propriété managériale et information à propos de la rémunération des dirigeants et administrateurs, protection des droits des

actionnaires et pratique de communication). Pour chacune des régressions, nous testons la robustesse de l'équation à la multicollinéarité, puis nous présentons les résultats des régressions, une discussion sur les résultats des variables visant à tester nos hypothèses et, une discussion sur les résultats relatifs aux variables variables de contrôle.

5.2.1 Les rendements anormaux et la gouvernance

5.2.1.1 Diagnostic statistique

Nous avons effectué des tests afin de s'assurer de l'absence de multicollinéarité entre les variables de notre équation. Les résultats de ces tests sont présentés dans le tableau 8. Dans un premier temps, nous avons mesuré la multicollinéarité entre les variables de notre modèle en calculant les facteurs d'inflation de la variance (VIF). Cette mesure est obtenue en régressant chaque variable indépendante contre toutes les autres variables indépendantes. Le niveau des VIFs de notre modèle suggère que la multicollinéarité ne semble pas être un problème puisque les VIFs se situent entre 1,01 et 1,37. Ces résultats, qui sont présentés dans le tableau 8, sont largement inférieurs au seuil de 10 qui est considéré par beaucoup de praticiens comme un signe important de multicollinéarité (O'Brien, 2007). Dans un second temps, nous avons soumis notre modèle au test de Durbin-Watson, lequel n'a pas détecté de problème de multicollinéarité dans notre modèle.

5.2.2.2 Résultats des analyses statistiques

Conformément aux résultats obtenus lors de nos analyses univariées, les résultats présentés dans le tableau 8 montre que le coefficient relatif à la variable *gouvernance* est légèrement négatif (-0,072) et non significativement différent de zéro. Ces résultats n'appuient pas l'hypothèse H1 sur l'effet de la gouvernance sur la création de valeur à l'annonce d'une transaction de fusion ou acquisition, mais ils sont cependant conformes avec les autres études (Klein et al., 2002; Gupta et al., 2006) ayant utilisé les mesures du *Globe and Mail*. Ces études n'avaient décelé aucune relation entre l'indice global de gouvernance d'une entreprise et sa performance boursière. Nos résultats pourrait être expliqués par le fait qu'au Canada, le niveau de gouvernance des entreprises est assez élevé pour que les différences entre les entreprises n'influencent pas significativement les investisseurs (Klein et al., 2002) ou encore par les difficultés inhérentes à la construction d'un indice évaluant la gouvernance d'entreprise (Gupta et al., 2006). Plus particulièrement, les résultats obtenus pour l'indice global de gouvernance sont fortement tributaires de la pondération que le *Globe and Mail* assigne à chacun des quatre indices le constituant. Nos résultats ne sont donc pertinents que sous la prémisse que l'importance qu'accorde le *Globe and Mail* à certains mécanismes de gouvernance est représentative de celle accordée par les investisseurs.

En conclusion, l'hypothèse H1 voulant que la gouvernance, tel que mesurée par l'indice du *Globe and Mail*, ait une influence sur les rendements anormaux enregistrés à l'annonce d'une transaction de fusion ou acquisition doit être rejetée.

5.2.2 Les rendements anormaux et les sous-indices de gouvernance

5.2.2.1 Diagnostic statistique

Le tableau 9 présente les résultats des tests que nous avons effectués afin de s'assurer de l'absence de multicollinéarité entre les variables de notre équation. Comme les tests sur la multicollinéarité indiquent un VIF maximal de 1,69, il n'y a pas de problème de multicollinéarité avec les variables contenues dans notre modèle. L'analyse des coefficients de corrélation entre les variables de notre modèle ainsi que le test de Durbin-Watson n'ont eux aussi n'a pas détecté de problèmes de multicollinéarité dans notre modèle.

5.2.1.2 Résultats des analyses statistiques

Selon les résultats présentés dans le tableau 9, la variable BC (composition du conseil) affiche un coefficient négatif (-0,259) et significatif à la hauteur de 5%. Ces résultats confirment ceux de notre analyse univariée mais n'appuient pas l'hypothèse H2a sur l'effet joué par le conseil d'administration sur la création de valeur à l'annonce d'une transaction de fusion ou acquisition. Nos résultats s'éloignent aussi de ceux obtenus par la majorité des autres chercheurs (Byrd et Hickman, 1992; Huson, 2003; Desai et al., 2005, Ben Amar et André, 2006) qui eux avaient décelé une relation positive entre le degré d'indépendance du conseil et la valeur créée par les transactions de fusions ou acquisitions réalisées. Nous pouvons avancer que nos résultats divergents sont explicables par le fait que notre étude utilise un indice qui évalue le fonctionnement du conseil d'administration sous un angle multidimensionnel. En effet, même si la plupart des éléments évalués sont reliés à l'indépendance du conseil, d'autres éléments évalués par le *Globe and Mail* se rapportent au

fonctionnement du conseil ou encore à la dualité des rôles de président du conseil et président. Certains de ces éléments pourraient avoir un effet négatif qui annulerait la relation positive entre l'indépendance du conseil et la performance du conseil qui a été documentée par les autres chercheurs (Byrd et Hickman, 1992 ; Huson, 2003 ; Desai et al., 2005, Ben Amar et André, 2006). Notre hypothèse semble confirmée par les résultats obtenus par Klein et al. (2002) qui eux aussi avaient utilisé l'indice du *Globe and Mail*. En effet, ces auteurs avaient décelé une relation négative entre le sous-indice utilisé pour mesurer le conseil d'administration et la performance boursière des firmes alors que les études s'étant concentrées sur l'indépendance du conseil (voir Dalton et al., 1998 ainsi que Yermack, 2006 pour le sommaire de ces études) n'avaient pas permis d'établir une relation entre celle-ci et la performance boursière de l'entreprise.

Les résultats du tableau 9 confirment l'hypothèse H2d selon laquelle les entreprises offrant un haut niveau de protection à leurs actionnaires bénéficieront de rendements anormaux positifs à l'annonce d'une transaction de fusion ou acquisition. Plus particulièrement, les rendements anormaux sont positivement associés à la la protection des actionnaires ($\alpha_3=0,230$ et $\text{sign.}<0,05$). Ces résultats confirment ceux de nos analyses préliminaires et rejoignent ceux obtenus par les études antérieures ayant examiné le rôle joué par la protection des actionnaires sur la performance boursière d'une entreprise (La Porta et al., 1997; La Porta et al., 2002; Klein et al., 2002) ainsi que sur ses décisions de fusion ou acquisition (Bigelli et Mengoli, 2001).

Par ailleurs, le coefficient représentant les pratiques de rémunération des dirigeants s'est avéré positif mais non-significatif. Ceci n'est pas conforme avec nos analyses préliminaires qui indiquaient que le sous-indice représentant les pratiques de rémunération des dirigeants était supérieur pour les entreprises acquéreuses ayant enregistré des rendements positifs

suite à l'annonce d'une transaction. Ces résultats sembleraient infirmer la théorie de Jensen et Meckling (1976) selon laquelle la propriété managériale permettrait de réduire les problèmes d'agence en augmentant le degré d'alignement entre les intérêts des dirigeants et ceux des actionnaires. Face à ces résultats, nous devons rejeter l'hypothèse H2b quant au rôle joué par les pratiques de rémunération des dirigeants.

Les résultats du tableau 9 indiquent que le coefficient de la variable pratique de communication n'est pas significativement différente de zéro ($\alpha_4 = -,068$, non significatif). Ces résultats sont en contradiction avec ceux de nos analyses préliminaires et à ceux obtenus par Klein et al. (2002). Nous rejetons donc l'hypothèse H2c voulant que les transactions initiées par des entreprises ayant de meilleures pratiques de communication génèrent des rendements anormaux plus importants.

Finalement, les résultats relatifs à nos variables de contrôle ne se sont pas avérés significatifs. Le signe des coefficients des variables de contrôle *Paiement* (0,127), *Intégration* (0,009) et *taille* (-0,036) ont été conformes à nos prévisions. Cependant, contrairement à nos prévisions, le coefficient de la variable de contrôle *Caractère* est négatif (-0,116). Ce coefficient n'est cependant pas assez significatif ($\text{sign} = 0,255$) pour que nous puissions en tirer une conclusion.

En conclusion, les résultats des tests sur l'influence de la gouvernance de la firme acquéreuse sur les rendements anormaux générés à l'annonce d'une transaction de fusion ou acquisition appuient l'hypothèse H2d relative à la protection des actionnaires.

6.0 Conclusion

6.1 Contributions de la recherche

La principale contribution de notre recherche est d'avoir examiné la relation existant entre la performance boursière de la société acquéreuse suite à l'annonce d'une transaction de fusion ou d'acquisition et plusieurs mécanismes de gouvernance de façon individuelle. Plusieurs chercheurs ont déjà étudié les relations existant entre les différents mécanismes de gouvernance de la société acquéreuse et la performance boursière de celle-ci suite à une transaction de fusion ou d'acquisition. Par contre, ces études avaient tendance à se concentrer sur un seul mécanisme à la fois. La présente étude a permis de déterminer que les investisseurs accordent une certaine attention à la gouvernance de l'entreprise acquéreuse lorsque vient le temps d'évaluer ses décisions de fusion ou acquisition. Elle suggère cependant que l'importance accordée par les investisseurs varie entre les différents mécanismes et n'est pas aussi importante que l'aurait laissé présager la théorie. Plus précisément, les investisseurs semblent accorder une importance significative à la protection de leurs droits tout en étant peu préoccupés par les autres mécanismes de gouvernance

De plus, à notre connaissance, notre revue de littérature est la première à synthétiser une partie importante des études empiriques portant sur la gouvernance d'entreprises dans un contexte de fusion ou acquisition. Ceci permet de mieux comprendre la relation existant entre la gouvernance de la firme acquéreuse et la performance des transactions de fusion ou acquisition.

Finalement, notre étude est la première étude portant sur les transactions de fusion ou acquisition à utiliser un indice de gouvernance comme mesure de

sa qualité. Ce choix méthodologique a permis de souligner les difficultés inhérentes à l'utilisation d'un tel outil.

6.2 Limites de la recherche

Notre étude, de par sa conception et des données qu'elle utilise, présente certaines limites.

Les premières limites émanent des entreprises sélectionnées pour notre étude qui sont toute d'une taille importante. En effet, la théorie économique ainsi que certaines études empiriques (Fama et French, 1995 ; Penman, 1991) indiquent que la performance d'une firme peut être reliée à sa taille en raison, notamment, des économies d'échelles. En sélectionnant les firmes contenues dans l'étude du *Globe and Mail*, qui sont toutes d'une taille importante, nous pouvons nous attendre à ce que celles-ci surperforment par rapport à des sociétés de taille modeste. Par le fait même, les résultats de notre étude ne pourraient être généralisés à l'ensemble des sociétés canadiennes ayant réalisé des transactions de fusion ou d'acquisition.

On peut également souligner les limites de la mesure de performance utilisées. En effet, l'utilisation de la réaction court-terme du marché boursier comme mesure de performance peut être critiquée puisque cette méthodologie présuppose un marché boursier semi-efficace. Par exemple, l'étude de Schoenberg(2006) semble démontrer qu'il existe une faible relation entre la réaction *ex-ante* du marché financier à l'annonce d'une transaction et l'évaluation post-transactionnelle des dirigeants de l'entreprise acquéreuse. Selon l'auteur ceci pourrait refléter l'asymétrie de l'information qui existe entre les investisseurs et les dirigeants de

l'entreprise acquéreuse en particulier pour ce qui touche l'opérationnalisation de la transaction.

Le modèle de prévision de performance utilisé pourrait aussi être source de discordances. Plus particulièrement, Gosh(2001) souligne que la performance pré-transactionnelle d'une société acquéreuse peut provenir de facteurs permanents et de facteurs temporaires mais que les pressions concurrentielles auront souvent raison de ces derniers. La présence de ces facteurs temporaires dans le modèle de prédiction de la performance peut cependant être source de biais si ceux-ci ne persistent pas jusqu'à l'annonce de la transaction.

Finalement, l'utilisation d'un indice de gouvernance peut être problématique puisqu'il est « difficile pour un indice de capturer les nuances d'un système de gouvernance puisque l'efficacité de celui-ci dépend grandement du contexte spécifique de la firme » (Bhagat, 2007).

6.3 Avenues de recherche

Notre recherche ouvre plusieurs avenues de recherche sur la gouvernance d'entreprise et les transactions de fusions ou acquisitions.

Les recherches futures, plutôt que d'utiliser les rendements boursiers à court-terme, pourraient utiliser la performance comptable ou encore les rendements boursiers à long-terme. Ceci permettrait de déterminer si la création de valeur qui est espérée *ex-ante* par les marchés financiers perdurent dans la période post-transactionnelle.

De même, notre étude pourrait être reprise mais en utilisant un autre indice de gouvernance (GMI, IRRC, ISS, USA). Ceci permettrait dans un premier

temps une comparaison avec les résultats que nous avons obtenus avec l'indice du *Globe and Mail*. Dans un second temps, une étude utilisant un indice n'évaluant pas seulement les entreprises canadiennes permettrait de vérifier si les résultats obtenus auprès des entreprises canadiennes sont généralisables à l'échelle mondiale.

Finalement, notre connaissance de l'influence des différents sous-indices de gouvernance pourrait être approfondie en décomposant ces sous-indices. Ceci permettrait d'éviter le biais attribuable à la possible interrelation entre les différentes mesures composant un sous-indice.

Tableaux analytiques récapitulatifs

Tableau 3: Description des variables et de leur relation attendue avec les rendements anormaux autour de la période d'annonce d'une transaction de fusion ou acquisition

Variable	Relation attendue avec AR	Notation	Mesure	Période d'estimation
Indices de la qualité de la gouvernance	+	BC	Notation du <i>Globe and Mail Report on Business</i> : Qualité du conseil d'administration	2000-2002: 2002
		C	Propriété managériale et information à propos de la rémunération des dirigeants et administrateurs	2002-2006: t
		SR	Protection des droits des actionnaires	
		D	Pratique de communication	
		T	Indice global de gouvernance (somme de BC, C, SR et D)	
Intégration	-	I	1 si transaction intrasectorielle (codes SIC identiques), 0 sinon	t
Méthode de paiement	+	P	1 si transaction par paiement monétaire (<i>cash transaction</i>), 0 sinon	t
Caractère de la transaction	+	A	1 si transaction hostile, 0 sinon	t
Taille	+	TAILLE	Logarithme de la valeur boursière de la cible relativement à la valeur boursière de l'acquéreur	t-1

Tableau 4: Distribution des transactions par année et par secteur industriel

Nombre de transactions								
Secteur industriel	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Total
Finance et assurances	3	1		5	1	1	1	12
Fabrication	5	3	3	2	3	2		18
Extraction minière, exploitation en carrière, et extraction de pétrole et de gaz	3	5	4	3	7	2	7	31
Services	4	1	2	2	2			11
Transport, communication, électricité et services publics	14	1	3	1	1		2	22
Commerce de gros	1		1	2				4
Total par année	30	11	13	15	14	5	10	98

Valeur des transactions(en millions de \$)								
Secteur industriel	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Total
Finance et assurances	246	403		686	83	748	67	2 232
Fabrication	4 905	132	170	5 344	477	509		11 537
Extraction minière, exploitation en carrière, et extraction de pétrole et de gaz	1 342	1 058	301	123	4 685	10 339	3 084	20 932
Services	1 195	10	197	172	839			2 413
Transport, communication, électricité et services publics	8 641	369	302	46	1 115		1 035	11 507
Commerce de gros	457		68	38				562
Total par année	16 784	1 971	1 038	6 409	7 198	11 597	4 186	49 184

Tableau 5: Rendements anormaux observés suite à l'annonce d'une transaction de fusion ou acquisition

	CAR (+1,+1)	CAR (0,+1)	CAR (0,0)	CAR (-1,+1)	CAR (-1,-1)	CAR (-5,+5)
N	98	98	98	98	98	98
Positif:Négatif	48:50	47:51	37:61	42:56	42:56	53:45
Moyenne	0,00334	-0,00499	-0,00833	-0,00755	-0,00256	-0,00798
Médiane	-0,00054	-0,00385	-0,00404	-0,00231	-0,00194	0,00211
Écart-Type	0,03175	0,05110	0,036182	0,054920	0,024808	0,095446

CAR = Rendements anormaux cumulés.

Tableau 6: Coefficients de corrélation entre les variables des modèles

Coefficients de corrélation entre les variables du modèle avec sous-indices de gouvernance

	BC	C	D	SR	A	I	P	Taille
BC	1,000							
C	-,172	1,000						
D	-,456	-,241	1,000					
SR	-,048	-,187	-,161	1,000				
A	-,078	-,120	,194	-,029	1,000			
I	,199***	,321	-,184	-,265	-,030	1,000		
P	-,057	-,067**	-,082	,079**	,020	-,085	1,000	
Taille	-,032**	,003**	-,012*	,101*	-,066	-,133	,503	1,000

Coefficients de corrélation entre les variables du modèle avec indice de gouvernance global

	T	A	I	P	Size_Log
T	1,000				
A	-,016	1,000			
I	,130**	,028	1,000		
P	-,126**	,030	-,060	1,000	
Taille	,041	-,065	-,114	,496	1,000

T = Score de gouvernance global ; BC = Score pour la qualité du conseil ; C = Score pour les pratiques de rémunération et le niveau de propriété managériale ; D = Score pour les pratiques de divulgation ; SR = Score pour la protection des actionnaires ; P = Moyen de paiement ; I = Transaction intrasectorielle ; A = Caractère de la transaction ; Taille = Logarithme de la taille relative de la cible par rapport à celle de l'acquéreur.

Les niveaux de signification bilatéraux de 1%, 5% et 10% sont représentés par ***, ** et * respectivement.

Tableau 7: Statistiques descriptives et tests paramétriques de différences entre les moyennes des variables explicatives

		T	BC	C	D	SR	P	I	A	Taille
A - Échantillon	Moyenne	65,78	26,31	13,55	7,89	17,61	0,58	0,43	0,80	-1,518
	Écart-type	15,321	7,777	5,028	3,549	4,815	0,496	0,497	0,405	0,8406
	N	98	98	98	98	98	98	98	98	98
B - Rendements positifs	Moyenne	65,88	25,24	14,02	7,93	18,07	0,57	0,45	0,76	-1,491
	Écart-type	14,38	8,057	4,303	3,226	4,851	0,501	0,504	0,431	0,834
	N	42	42	42	42	42	42	42	42	42
C - Rendements négatifs	Moyenne	65,70	27,11	13,20	7,86	17,27	0,59	0,41	0,82	-1,538
	Écart-type	16,119	7,533	5,522	3,802	4,803	0,496	0,496	0,386	0,853
	N	56	56	56	56	56	56	56	56	56
D - Comparaison des moyennes	t	0,059	-1,180	0,805	0,098	0,816	-0,176	0,409	-0,718	0,278
	Sig.	0,953	0,241	0,423	0,922	0,416	0,861	0,684	0,474	0,782

T = Score de gouvernance global ; BC = Score pour la qualité du conseil ; C = Score pour les pratiques de rémunération et le niveau de propriété managériale ; D = Score pour les pratiques de divulgation ; SR = Score pour la protection des actionnaires ; P = Moyen de paiement ; I = Transaction intrasectorielle ; A = Caractère de la transaction ; Taille = Logarithme de la taille relative de la cible par rapport à celle de l'acquéreur.

Tableau 8: Relation entre la gouvernance et les rendements anormaux

	Coefficient	Sign.	VIF
T	-0,072	0,493	1,051
A	-0,100	0,331	1,010
I	0,073	0,483	1,033
P	0,093	0,440	1,373
Taille	-0,073	0,545	1,374
R ²		0,041	
Durbin-Watson		1,814	

T = Score de gouvernance global ; P = Moyen de paiement ; I = Transaction intrasectorielle ; A = Caractère de la transaction ; Taille = Logarithme de la taille relative de la cible par rapport à celle de l'acquéreur.

Les niveaux de signification bilatéraux de 1%, 5% et 10% sont représentés par ***, ** et * respectivement.

Tableau 9: Relation entre les mécanismes de gouvernance et les rendements anormaux

	Coefficient	Sign.	VIF
BC	-0,259	0,040**	1,594
C	0,082	0,494	1,471
D	-,0068	0,596	1,687
SR	0,230	0,037**	1,208
A	-0,116	0,255	1,056
I	0,009	0,937	1,278
P	0,127	0,279	1,401
Taille	-0,036	0,756	1,388
R ²		0,134	
Durbin-Watson		1,804	

BC = Score pour la qualité du conseil ; C = Score pour les pratiques de rémunération et le niveau de propriété managériale ; D = Score pour les pratiques de divulgation ; SR = Score pour la protection des actionnaires ; P = Moyen de paiement ; I = Transaction intrasectorielle ; A = Caractère de la transaction ; Taille = Logarithme de la taille relative de la cible par rapport à celle de l'acquéreur.

Les niveaux de signification bilatéraux de 1%, 5% et 10% sont représentés par ***, ** et * respectivement.

Bibliographie

- Agrawal, A. et Knoeber, C. (1996). "Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 31, p. 377-397.
- Agrawal, A. et Knoeber, C. (1987). "Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions", *The Journal of Finance*, vol. 42, p. 823-837.
- Amihud, Y. et Lev, B. (1981). "Risk Reduction as managerial motive for conglomerate mergers", *Bell Journal of Economics*, vol. 12, p. 605-617.
- Amihud, Y., Lev, B. et Travlos, N. (1990). "Corporate Control and the Choice of Investment financing: The case of corporate Acquisition", *The Journal of Finance*, vol. 45, p. 603-616.
- Andrade, J., Mitchell, M. et Stafford, E. (2001). "New Evidence and Perspectives on Mergers", *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, p. 103-120.
- André, P., Kooli, M. et L'Her, J.-F. (2004). "The Long-Run Performance of Mergers and Acquisitions: Evidence from the Canadian Stock Market", *Financial Management*, vol. 33, p. 27-43.
- André, P. et Ben-Amar, W. (2006). "Separation of Ownership from Control and Acquiring Firm Performance: The Case of Family Ownership in Canada", *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 33, p. 517-543.
- Ashbaugh-Skaife, H., Collins, C. et LaFond, R. (2006). "The effects of corporate governance on firms' credit ratings", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 42, p. 203-243.
- Asquith, P., Bruner, R.F. et Mullins, D.W. Jr. (1983). "The Gains to Bidding Firms from Mergers", *Journal of Financial Economics*, vol. 11, p. 121-40.
- Barber, B. M., et Lyon, J. L. (1996). "Detecting abnormal operating performance: the empirical and power specification of test statistics", *Journal of Financial Economics*, vol. 41, p. 359-399.
- Bauer, R., Frijns, B., Otten, R. (2008). "The impact of corporate governance on corporate performance: Evidence from Japan", *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 16, p. 236-251.
- Baysinger, B. et Butler, H. (1985). "Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition", *Journal of Law, Economics and Organizations*, vol. 1, p. 101-124.

- Bebchuk, L., Cohen, A., et Ferrell, A. (2004). *What matters in corporate governance?*, Document de travail, 36 p.
- Bhagat, S., Bolton, B. et Romano, R. (2007). *The Promise and Peril of Corporate Governance Indices*, Document de travail, 51 p.
- Bigelli, M. et S. Mengoli (2004). "Sub-Optimal Acquisition Decision under a Majority Shareholder System", *Journal of Management and Governance*, vol. 8, p. 373-405.
- Bliss, R. et Rosen, R. (2001). "CEO compensation and bank mergers", *Journal of financial Economics*, vol. 61, p. 107-138.
- Brown, L. D. et Caylor, M. (2004). *Corporate governance and firm performance*, Document de travail, 32 p.
- Brown, S. et Warner, J. (1985). "Using daily stock returns: The case of event studies", *Journal of Financial Economics*, vol. 14, p. 3-31.
- Bruner, R. (2004). "Does M&A pay? A survey of Evidence for the decision maker", *Journal of applied Finances*, Vol 2, p. 48-68.
- Bryan, S. (2000). "CEO Stock-Based Compensation: An Empirical Analysis of incentive-intensity, relative mix and Economic determinants", *Journal of Business*, vol. 73, p. 273-306.
- Byrd, J.W. et Hickman, K.A. (1992). "Do Outside Directors Monitor Managers? Evidence from Tender Offers Bids", *Journal of Financial Economics*, vol. 32, p. 195-221.
- Byrd, J., Parrino, R. et Pritsch, G. (1998). "Stockholder-manager conflicts and firm value", *Financial Analyst Journal*, vol. 54, p. 14-30.
- Charreaux, G. (1997). "Le gouvernement des entreprises", *Economica France*, vol 3., p.421-464
- Cho, M-H. (1998). "Ownership structure, investment, and the corporate value: An empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, vol. 47, p. 103-121
- Cosh, A., Guest, P. et Hugues, A. (2006). "Board Share-Ownership and Takeover Performance", *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 33, p. 459-510.

Dalton, D.R., Dailey, M., Ellstrand, A.E. et Johnson, J.L (1998). "Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance", *Strategic Management Journal*, vol. 19, p. 269-290.

Datta, S., Iskandar-Datta, M. et Raman, K. (2001). "Executive Compensation and Corporate Acquisition Decisions", *The Journal of Finance*, vol. 56, p. 2299-2335.

De Bondt, W. et Thompson, H. (1992). "Is Economic Efficiency the Driving Force Behind Mergers?", *Managerial and Decision Economics*, vol. 13, p. 31-44.

Demsetz, H. et Villalonga, B. (2001). "Ownership structure and corporate performance", *Journal of Corporate Finance*, vol. 7, p. 209-233.

Desai, A. , Kroll, M. et Wright, P. (2005). "Outside board monitoring and the economic outcomes of acquisitions: a test of the substitution hypothesis", *Journal of Business Research*, vol. 58, p. 926-934.

Dong, M., Hirshleifer, D., Richardson, S. et Teoh, S. H. (2006). "Does investor misvaluation drive the takeover market", *Journal of Finance*, vol. 61, 2006, p. 725-62.

Eckbo, B.E. (1986). "Mergers and the Market for Corporate Control: The Canadian Evidence", *Canadian Journal of Economics*, vol. 19, p. 236-260.

Eckbo, B.E et Thorburn, K. (2000). "Gains to Bidder Firms Revisited: Domestic and Foreign Acquisitions in Canada", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 35, p. 1-25.

Fama, E. (1980). "Agency Problems and the Theory of the firm", *Journal of Political Economy*, vol. 88, p.288-307.

Fama, Eugene et Jensen, M. (1983). "Separation of ownership and control", *Journal of Law & Economics*, vol. 26, p. 327-349.

Firth, M. (1991). "Corporate Takeovers, Stockholder Returns and Executive Rewards", *Managerial and Decision Economics*, vol. 12, p. 421-428.

Francoeur, C., Labelle, R. et Martinez, I. (2008). "La gouvernance: Quel impact sur la decision d'alerte aux résultats?", *Canadian Journal of Administration Sciences*, À paraître.

Garen, J., (1994). "Executive Compensation and Principal-Agent Theory", *Journal of Political Economy*, vol. 102, p. 1175-1199.

Ghosh, A. (2001). "Does Operating Performance Really Improve Following Corporate Acquisitions?", *Journal of Corporate Finance*, vol. 7, p. 151-178.

Gomez, L., Tosi, H. (1987), "Managerial Control, Performance and executive compensation", *Academy of Management Journal*, vol. 30, p. 17-52.

Gompers, P., Ishii, J. et Metrick, A. (2003). "Corporate Governance and Equity Prices". *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, p. 107-155.

Guay, W. (1999). "The Sensitivity of CEO wealth to equity risk: an analysis of the magnitude and determinants", *Journal of Financial Economics*, vol. 53, p.43-71.

Gupta, P., Kennedy, D et Weaver, S. (2006). "Corporate Governance Scores, Tobin's Q and Equity Prices: Evidence from Canadian Capital Markets", Document de travail, 51 p.

Healy, P., Palepu, K. et Ruback, R. (1992). "Does corporate performance improves after mergers?", *Journal of Financial Economics*, vol. 31, p. 135-175.

Healy, P., Palepu, K. et Ruback, R. (1997). "Which Takeovers Are Profitable ? Strategic or Financial ?", *Sloan Management Review*, vol. 4., p. 45-57.

Hermalin, B., Weisbach, M. (1988). "The determinants of board composition", *RAND Journal of Economics*, vol. 19, p. 589-606.

Hills, C. et Jones, G. (2001). *Strategic Management Theory*, New York, Houghton Mifflin, 528 pages

Huson, M. et Faleye, O. (2003). *Corporate governance and bidder returns: inter-vs. intra-industry tender offers*, Document de travail, 34 p.

Khorana, A. et Zenner, M. (1998). "Executive compensation of large acquerors in the 1980s", *Journal of Corporate Finance*, vol. 4, p.209-240.

Jarrell, G.A. et Poulsen, A.B. (1989). "The Returns to Acquiring Firms in Tender Offers: Evidence from Three Decades", *Financial Management*, vol. 18, p. 12-20.

Jensen, M.C. et Meckling, W.H. (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, p. 305-360.

Jensen, M. et Ruback, R. (1983). "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence", *Journal of Financial Economics*, p. 5-50.

Jensen, M. C. (1986). "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, vol. 76, p. 323-329.

Khorana, A. et Zenner, M. (1998). "Executive Compensation of Large Acquirers in the 1980s", *Journal of Corporate Finance*, vol. 4, p. 209-240.

Klein, A. (2002). "Audit committee, board of director characteristics, and earnings management". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 33, p. 375-400.

Lambert, R.A. et Larcker D.F. (1987). "An Analysis of the Use of Accounting and Market Measures of Performance in Executive Compensation", *Journal of Accounting Research*, vol. 25, p. 85-125.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. et Vishny, R. W. (1997). "Legal Determinants of External Finance", *Journal of Finance*, vol. 52, p. 1131-1150.

Larcker, D. F., Richardson, S. A. et Tuna, I. (2007). "Corporate Governance, Accounting Outcomes, and Organizational Performance", *Accounting Review*, vol. 82, p. 963-1008.

Laverty, K., (1996). "Economic Short-termism: the debate, the unresolved issues and the implications for management practice", *Academy of management review*, vol. 21, p. 825-860.

Lawler, E., Porter, L. (1968), *Managerial Attitudes and Performance*, Chicago, Irwin-Dorsey, 209 p.

L'Her, J.-F. et Magnan, M. (2000). "Les vagues de fusions et d'acquisitions en Amérique du Nord : modes ou rationalités économiques?", *Gestion*, vol. 25, p. 119-136.

Loughran, T. et Vihj, A.M. (1997). "Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions?", *Journal of Finance*, vol. 52, p. 1765-1790.

Lowengrub, P., Luedecke, T. et Melvin, M. (2004). "Does Corporate Governance Matter in the Market Response", *Advances in Financial Economics*, vol. 9, p.103-135.

Manry, D.L. et Stangeland, D.A. (2003). "The United Shareholders Association Shareholder 1000 and Firm Performance", *Journal of Corporate Finance*, vol. 9, p. 353-375.

- Martin, K. (1996), "The method of payment in corporate acquisitions "investment opportunities" and management ownership", *Journal of Finance*, vol. 51, p. 1226-1246.
- McFarland, J. (2003), "Rating System Revamped", *Globe and Mail*, September 22.
- Megginson, W. et Morgan, A. (2004), "The determinants of positive long-term performance in strategic mergers: Corporate focus and cash", *Journal of Banking and Finance*, vol. 28, p. 523-552.
- Merchant, K. (1997). "Modern Management Control System", New York, Prentice Hall, 571 p.
- Morck, R., Shleifer, A. et Vishny, R. (1988). *Characteristics of targets of hostile and friendly takeovers*, Document de travail, 28 p.
- Morck, R., Shleifer, A. et Vishny, R. (1990). "Do managerial objectives drive bad acquisitions?", *Journal of Finance*, vol. 45, p. 31-48.
- Moeller, S.B., Schlingemann, F.P. et Stulz, R.M. (2004). "Firm size and the gains from acquisitions", *Journal of Financial Economics*, vol. 73, p. 201-228.
- Mulherin, J.H. et Boone, A. (2000). "Comparing acquisitions and divestitures", *Journal of Corporate Finance*, vol. 6, p. 117-139.
- Murphy, K. (1985). "Corporate Performance and Managerial Remuneration: An empirical analysis", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 7, p.11-42.
- Niu, F. (2005). *Corporate Governance and the Quality of Accounting Earnings: Some Canadian Evidence*, Document de travail, 44 p.
- O'Brien, R. (2007). "A caution regarding rules of thumb for variance inflation factors", *Quality and quantity: European-American journal of methodology*, vol. 41, p. 673-690.
- Penman, S. (1991). "An evaluation of accounting rate of return", *Journal of Accounting, Auditing, and Finance*, vol. 6, p. 233-255.
- Rajgopal, S. et Shevlin, T. (2002). "Empirical evidence on the relation between stock option compensation and risk taking", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 33, p.145-171.

- Raghavendra, P. et Vermaelen, T. (1998). "Glamour, Value and the post-acquisition performance of acquiring firms", *Journal of Financial Economics*, vol. 49, p. 223-253.
- Ravenscraft, D. et Scherer, F. (1987). *Mergers, Sell-Offs, and Economic Efficiency*, Washington, The Brooking Institution, 290 p.
- Rediker, K. et Seth, A. (1995). "Boards of directors and substitution effects of alternative governance Mechanisms", *Strategic Management Journal*, vol. 16 , p. 85-99.
- Roll, R. (1986). "The hubris hypothesis of corporate takeovers", *Journal of Business*, vol. 59, p. 197-216.
- Rosenstein, S. et Wyatt, J.G. (1990). "Outside directors, board independence, and shareholder Wealth", *Journal of Financial Economics*, vol. 11, p. 175-192.
- Shleifer, A. et Vishny, R. W. (1988). "Value Maximisation and the acquisition process", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, p.7-20.
- Shleifer, A. et Vishny, R. W. (1997). "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, vol. 52, p. 737-783.
- Schoenberg, R. (2006). "Measuring the Performance of Corporate Acquisitions: An Empirical Comparison of Alternative Metrics", *British Journal of Management*, Vol. 17, p. 361-370.
- Song, M.H. et Walking, R.A. (2004). *Anticipation acquisitions and the bidder return puzzle*, Document de travail, 32 p.
- Subrahmanyam, V., Rangan, N. et Rosenstein, S. (1997). "The Role of outside Directors in Bank Acquisitions", *Financial Management*, Vol. 26, p. 23-36.
- Sudarsanam, S. (2000). "Corporate Governance, corporate control and takeovers", *Advance in Mergers and Acquisitions*, vol. 1, p. 119-155.
- Sundaram, S., Chhachhi, I. et Rosenstein, S. (2001). "The wealth effect of board composition and ownership structure in international acquisitions", *Advances in Financial Economics*, vol. 6, p. 209-221.
- Tehrani, H., Travlos, G. et Waagelein, J. (1987). "The Effet of Long-Term Performance plans on corporate Sell-Off-Induced Abnormal Returns", *The Journal of Finance*, vol. 42, p.933-942.
- Trautwein, F. (1990). "Merger Motives and Merger Prescriptions", *Strategic Management journal*, vol. 11, p. 283-295.

Travlos, N.G. (1987). "Corporate Takeovers Bids, Method of Payment, and Bidding Firms' Stock Return", *Journal of Finance*, vol. 42, p. 943-963.

Travlos, N.G. et Waagelein, J.F. (1992). "Executive Compensation, Method of payment and Abnormal Returns to Bidding Firms at Takeover announcements", *Managerial and Decision Economics*, vol. 13, p.493-501.

Tuch, C. et O'Sullivan, N. (2007). "The impact of acquisitions on firm performance: A review of the evidence", *International Journal of Management Reviews*, vol. 9, p. 141-170.

Walker, M. (2000). Corporate takeovers, strategic objectives and acquiring firm shareholder wealth, *Financial Management*, vol. 20, 53-66.

Walter, G. et Barney, J. (1990). "Management Objectives and Acquisitions", *Strategic Management Journal*, vol. 11, p.79-86.

Walters, B., Kroll, M. et Wright, P. (2006). "CEO tenure, boards of directors, and acquisition performance", *Journal of Business Research*, vol. 60, 331-338.

Weston, J., Mitchell, M. et Mulherin, J. (2004). "Takeovers, Restructuring and Corporate Governance", Los Angeles, Prentice Hall, Finance Series, 720 p.

Yermack, D. (1996). "Higher Market Valuation of Companies with Small Board of Directors", *Journal of Financial Economics*, vol. 40, pp. 185-213.

Yermack, D. (2006). "Board members and company value," *Financial Markets and Portfolio Management*, vol. 20, p. 33-47.

Références électroniques

Crosbie (2007). "M&A Quarterly Report Q4 2007", *M&A Quarterly Report* [en ligne], Toronto, Crosbie & co. [Réf. du 11 février 2008]. <http://www.crosbieco.com/pdf/ma/MA_Q407.pdf>

Statistique Canada (2007), *Produit Intérieur brut par industrie*, [en ligne], Ottawa, Statistiques Canada [Réf. du 11 février 2008]. <<http://www.statcan.ca/Daily/Francais/080430/q080430a.htm>>