



Chaire Desjardins
en finance responsable

par

Karine Pelletier

Les fusions et acquisitions d'entreprise et la responsabilité sociale des entreprises

CAHIER DE RECHERCHE



UNIVERSITÉ DE
SHERBROOKE

Préambule

La gestion financière responsable vise la maximisation de la richesse relative au risque dans le respect du bien commun des diverses parties prenantes, actuelles et futures, tant de l'entreprise que de l'économie en général. Bien que ce concept ne soit pas en contradiction avec la définition de la théorie financière moderne, les applications qui en découlent exigent un comportement à la fois financièrement et socialement responsable. La gestion responsable des risques financiers, le cadre réglementaire et les mécanismes de saine gouvernance doivent pallier aux lacunes d'un système parfois trop permissif et naïf à l'égard des actions des intervenants de la libre entreprise.

Or, certaines pratiques de l'industrie de la finance et de dirigeants d'entreprises ont été sévèrement critiquées depuis le début des années 2000. De la bulle technologique (2000) jusqu'à la mise en lumière de crimes financiers [Enron (2001) et Worldcom (2002)], en passant par la mauvaise évaluation des titres toxiques lors de la crise des subprimes (2007), la fragilité du secteur financier américain (2008) et le lourd endettement de certains pays souverains, la dernière décennie a été marquée par plusieurs événements qui font ressortir plusieurs éléments inadéquats de la gestion financière. Une gestion de risque plus responsable, une meilleure compréhension des comportements des gestionnaires, des modèles d'évaluation plus performants et complets intégrant des critères extra-financiers, l'établissement d'un cadre réglementaire axé sur la pérennité du bien commun d'une société constituent autant de pistes de solution auxquels doivent s'intéresser tant les académiciens que les professionnels de l'industrie. C'est en mettant à contribution tant le savoir scientifique et pratique que nous pourrons faire passer la finance responsable d'un positionnement en périphérie de la finance fondamentale à une place plus centrale. Le développement des connaissances en finance responsable est au cœur de la mission et des intérêts de recherche des membres tant du Groupe de Recherche en Finance Appliquée (GReFA) de l'Université de Sherbrooke que de la Chaire Desjardins en finance responsable.

La finance responsable (ou durable) vise donc notamment à développer des modèles, des produits et des services ainsi qu'à orienter les marchés financiers et les décisions en matière de fiscalité dans une perspective durable et responsable. À cet effet, les Professeur(e)s Frank Coggins, Claudia Champagne et Lyne Latulippe ont publié en 2018 aux Éditions *Thompson Reuters* un recueil de textes s'intitulant « Éléments de la finance responsable : une approche multidimensionnelle ». Ce collectif contribue à mieux définir et délimiter la finance responsable en la décloisonnant dans une perspective multidimensionnelle. Il regroupe des textes d'universitaires de différentes disciplines ainsi que de spécialistes de l'industrie financière, propose des pistes pour tendre vers une meilleure finance, vers une finance plus responsable. Le présent cahier de recherche constitue l'un des textes (chapitres) tirés de ce collectif.

Les fusions et acquisitions d'entreprise et la responsabilité sociale des entreprises

Karine Pelletier*

1. Introduction	351
2. Revue de la littérature	354
2.1 Divulgence et RSE	354
2.1.1 Divulgence et RSE : qu'est-ce que ça signifie ?	354
2.1.2 Canaux de divulgation liée à la RSE	355
2.1.3 La RSE : pourquoi devrait-on s'en soucier ?	356
2.1.3.1 La RSE et la réputation de l'entreprise	356
2.1.3.2 La RSE et la performance financière	360
2.1.3.3 La RSE et la gestion des risques	362

* Professeure de finance à l'École de gestion de l'Université de Sherbrooke.

2.2	Fusions et acquisitions	365
2.2.1	Fusions et acquisitions : une histoire de sous-performance	365
2.2.2	Sous-performance des fusions et acquisitions : pourquoi donc conclure ces transactions ? . . .	369
2.2.3	Performance des fusions et acquisitions : transactions transfrontalières	371
2.2.4	Performance des fusions et acquisitions : déterminants	372
2.2.5	Performance des fusions et acquisitions : où en sommes-nous ?	376
2.3	Recherche future	378
3.	Conclusion	382
	Bibliographie	383

1. INTRODUCTION

Voici des extraits de deux rapports sur le développement durable :

Je crois que la meilleure façon d'améliorer notre performance est d'amener toutes les parties de la Société à se soucier du développement durable. Qu'est-ce que cela signifie ? Nous devons créer une culture d'entreprise où le développement durable est intégré à nos outils de planification et à nos processus de prise de décision, y compris au Système de gestion de l'excellence opérationnelle (SGEO), de façon que les décisions commerciales soient prises en fonction de considérations environnementales et sociales aussi bien qu'économiques. Cela nous permettra ensuite d'obtenir des avantages en matière de développement durable pour la Société ainsi que ses parties intéressées en minimisant son impact sur l'environnement, en créant de la valeur partagée pour les collectivités où elle exerce ses activités et en rendant ses activités fiables et rentables. (Suncor, 2013, *Passer au niveau supérieur en matière de développement durable*, Rapport sur le développement durable 2013)

Le plus grand défi d'une société comme Suncor est sans doute le suivant : comment maintenir la rentabilité et la croissance de l'entreprise dans un monde qui met davantage l'accent sur la performance environnementale et la responsabilité sociale ? Il n'y a pas de réponse unique à cette question, mais je crois que la voie à suivre est claire. Nous devons laisser derrière les prises de position trop fermes et les débats polarisants et nous mettre résolument en mode solutions. Pour ce faire, nous devons être prêts à faire certains compromis pour que la perfection ne devienne pas l'ennemi du bien. Et il faut avoir la volonté d'agir. Un certain malaise ne devrait pas nous empêcher de poursuivre notre ambition commune de mettre en valeur les ressources énergétiques du Canada de façon à favoriser la croissance économique, tout en préservant un environnement sain

et en améliorant le mieux-être collectif. (Suncor, 2017, *Message du chef de la direction*, Rapport sur le développement durable 2017)

Est-ce de la musique à vos oreilles ?

Dans le monde d'aujourd'hui, les divulgations associées à la responsabilité sociale des entreprises (RSE) comme celles ci-dessus ne sont pas rares. En fait, c'est affaire courante ! Qui plus est, le pourcentage d'entreprises du S&P 500 publiant un Rapport sur le développement durable est passé de 20 % en 2001 à 82 % en 2016 (Governance & Accountability Institute, 2017). Malgré cette hausse considérable, de nombreuses questions émergent de ces divulgations. Par exemple :

- Comment les parties prenantes perçoivent-elles ces déclarations ?
- Ces déclarations ont-elles réellement un impact sur la performance financière de l'entreprise ?
- Ces divulgations sont-elles un catalyseur de changement au sein des entreprises ou simplement un effort de communication ?
- Est-il important pour les investisseurs d'investir dans une entreprise considérée comme un bon « citoyen corporatif » ?

D'un autre côté, en 2016, nous avons assisté à un nombre historique d'annonces de transactions de fusions et acquisitions dans le monde. En effet, environ 44 000 annonces d'une valeur totale de plus de 3,6 trillions de dollars américains ont été faites (Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances, 2017). Cela représente une annonce toutes les 12 minutes ! De surcroît, 1 211 de ces transactions impliquaient des montants supérieurs à 100 millions de dollars américains, du jamais-vu (Mergerstat Review, 2017) !

Pour le marché canadien, l'année 2015 fut non moins impressionnante avec une valeur totale de 280 billions de dollars américains en transactions de fusions et acquisitions, au deuxième rang derrière l'année 2007 où 315 billions de dollars américains avaient été annoncés (Bloomberg, 2015).

Sur ce, les transactions de fusions et acquisitions sont non seulement importantes en nombres et en valeur économique, elles sont aussi un terrain fertile pour l'étude de la RSE. En effet, les

transactions de fusions et acquisitions sont des éléments clés dans le cycle de vie d'une entreprise (Mueller, 1972) et elles peuvent avoir un impact significatif sur la richesse des actionnaires (Deng *et al.*, 2013). De ce fait, chacune des transactions de fusions et acquisitions entraîne des répercussions, positives ou négatives, sur plusieurs parties prenantes. Non seulement au moment de la transaction, mais également lors de la phase d'intégration des opérations. Ainsi, le fait d'obtenir l'aval des parties prenantes avant de conclure ce type de transaction peut s'avérer primordial pour le succès d'un tel investissement (Deng *et al.*, 2013). Plus précisément, une transaction de fusion ou d'acquisition peut déstabiliser les intervenants clés dans une entreprise puisque la continuité des relations à long terme existantes avant la transaction entre l'entreprise et ses parties prenantes est en jeu. De fait, les intervenants sont parfois poussés à renégocier leurs contrats avec la nouvelle entreprise combinée. Par exemple, la transaction peut aussi avoir un impact direct sur les employés et les fournisseurs, à la fois pour la cible et pour l'acquéreur. Ainsi, la manière dont l'entreprise acquéreuse tente de remplir ses contrats implicites avec ses parties prenantes et de maintenir la poursuite des relations avec elles est essentielle au succès d'une transaction aussi importante, suggérant que les fusions et acquisitions sont un moyen important par lequel la RSE peut avoir un effet important sur la richesse de l'actionnaire (Deng *et al.*, 2013). Qui plus est, pensons simplement aux impacts sociaux ou environnementaux que pourrait entraîner l'achat d'une cible reconnue pour ses bonnes pratiques en la matière par un joueur peu préoccupé par ces aspects. Est-ce que le mauvais joueur profitera de l'expertise de sa cible ou la contaminera-t-il avec ses pratiques peu respectueuses ?

Ainsi, au fil de ce texte, nous examinerons comment la RSE est prise en compte dans les transactions de fusions et acquisitions. Plus particulièrement, au-delà du discours des dirigeants d'entreprises sur l'importance des actions socialement responsables des entreprises, nous tenterons de voir l'influence de différents critères de la RSE sur la réaction du marché boursier lors des transactions de fusions et acquisitions. Tout d'abord, nous nous concentrerons sur ce qui a été fait dans la littérature en lien avec la divulgation d'éléments de la RSE. Deuxièmement, nous nous attarderons sur la littérature qui met en lumière les performances à long terme des fusions et acquisitions. À ce sujet, nous examinerons davantage les déterminants qui influencent la performance boursière postérieure à une transaction de fusions et acquisitions. Finalement, nous nous pencherons sur la recherche future reliant la RSE et les fusions et acquisitions.

2. REVUE DE LA LITTÉRATURE

Comme vous le remarquerez dans la revue de la littérature, la divulgation des éléments de RSE a reçu beaucoup d'attention au cours des dernières années. De fait, certains auteurs montrent que la divulgation des éléments de RSE est bel et bien liée à la réputation des entreprises. Entre autres, certains auteurs affirment qu'une plus grande divulgation d'information sur la responsabilité environnementale d'une entreprise est associée à une meilleure réputation (Cho *et al.*, 2012 ; Toms, 2002 ; Brown *et al.*, 2010). Ceci est tout à fait en lien avec une étude qui a montré que les consommateurs relierait la réputation d'une entreprise à leur perception du rendement de la responsabilité sociale de cette dernière (Forbes, 2017). De plus, la littérature a montré que la réputation d'une entreprise a un impact significatif sur sa performance boursière (Margolis et Walsh, 2003). En revanche, bien que de nombreux articles aient traité des fusions et acquisitions dans le passé, nous sentons toujours que quelque chose manque à notre compréhension. En fait, depuis plusieurs années, des chercheurs (par ex., King *et al.*, 2004) suggèrent d'inclure des déterminants autres que financiers, tels que des déterminants liés à la gestion des incertitudes environnementales, pour éclaircir notre compréhension. Nous réfléchissons à ces différentes avenues au cours du texte qui suit. Sur ce, et comme mentionné précédemment, la revue de littérature sera divisée en trois parties : la divulgation et la RSE ; les fusions et acquisitions ; et la RSE et les fusions et acquisitions. Débutons par la divulgation et la RSE.

2.1 Divulgation et RSE

Nous présentons ici plusieurs aspects de la divulgation en lien avec la RSE. Par conséquent, commençons par définir ce type de divulgation.

2.1.1 *Divulgation et RSE : qu'est-ce que ça signifie ?*

De nos jours, les termes comme « rapport sur la responsabilité sociale des entreprises », « triple résultat » ou « *triple bottom line (TBL) reporting* », « personne, planète et profit – 3P », « développement durable », « responsabilité sociétale des entreprises » sont très en vogue ! Mais que signifient-ils exactement ? Et les termes ci-dessus réfèrent-ils tous à la même définition ?

Tout d'abord, « triple résultat » ou « *triple bottom line (TBL)* » est une appellation de trois mots venue à l'esprit d'Elkington dans le milieu des années 1990 alors qu'il était « à la recherche d'un nouveau langage pour exprimer ce qu'il voyait comme une expansion inévitable de l'aspect environnemental principalement traité en développement durable (fondé en 1987) jusqu'à ce point. Il estimait que les dimensions sociales et économiques à l'ordre du jour [...] devraient dorénavant être abordées d'une manière plus intégrée si de réels progrès environnementaux étaient attendus » (Traduction libre, Elkington, 2004). Plus tard, Elkington a également mis au point la formulation des 3P (personne, planète et profit), un équivalent à l'appellation « triple résultat ». En bref, cela réfère à la divulgation des éléments financiers (profit), sociaux (personne) et environnementaux (planète) de l'entreprise. Quant aux autres termes mentionnés précédemment, la littérature ne montre pas de consensus et les auteurs semblent les utiliser indifféremment. Sur ce, nous avons décidé de traiter la RSE dans son ensemble. Ainsi, nous avons examiné la littérature référant aux différentes appellations de « responsabilité sociale des entreprises », « triple résultat » ou « *triple bottom line (TBL)* », « personne, planète et profit – 3P », « développement durable », « responsabilité sociétale des entreprises », mais nous avons choisi d'utiliser « responsabilité sociale des entreprises » (RSE) comme une appellation générale dans l'écriture de notre texte.

2.1.2 Canaux de divulgation liée à la RSE

Plusieurs moyens sont utilisés par les entreprises pour transmettre de l'information sur différents aspects de leur responsabilité sociale : rapports annuels, rapports sur le développement durable, sites Web corporatifs, communiqués de presse. Néanmoins, dans les dernières années, la littérature a montré que le canal de communication le plus utilisé est passé du rapport annuel (Ernst et Ernst, 1978 ; Patten, 1995) au rapport indépendant sur le développement durable (Guidry et Patten, 2010).

Parallèlement, alors que la plupart des divulgations sur les aspects sociaux et environnementaux sont faites sur une base volontaire, le cadre couramment utilisé pour produire les rapports sur le développement durable est celui fourni par le Global Reporting Initiative (GRI) (GRI, 2002, 2006). Dans cette veine, plusieurs auteurs ont d'ailleurs mentionné que le GRI était reconnu comme étant le leader dans les directives sur la divulgation en matière de RSE (Ballou *et al.*, 2006 ; Cho, 2012 ; Gray, 2006 ; Woods, 2003). En outre,

Guidry et Patten (2010) mentionnent qu'un rapport autonome sur le développement durable présentant des informations recommandées par le GRI bénéficie d'une meilleure perception sur le marché que les autres rapports. Ainsi, les entreprises qui choisissent de publier ce type de rapport devraient prêter attention à la qualité d'un tel document s'ils veulent que le marché attribue de la valeur aux informations y étant présentées (Guidry et Patten, 2010).

En général, un rapport sur le développement durable présente des informations sociales, environnementales et financières. Ce rapport, disponible au public, est habituellement accessible via le site Web de l'entreprise. D'ailleurs, une partie du site Web est habituellement dédiée à la RSE. Prenons l'exemple de Ford qui consacre une grande partie de son site Web à la RSE. En 2015, l'entreprise a d'ailleurs publié un rapport sur le développement durable de plus de 600 pages (Ford, 2015) ! Dans ce rapport, Ford a présenté en détail ses performances passées et actuelles en lien avec les différents aspects de la RSE. Le rapport contient aussi leurs objectifs pour différents horizons de temps à venir. En résumé, les informations générales sur la RSE sont facilement accessibles par le biais du site Web de l'entreprise.

2.1.3 La RSE : pourquoi devrait-on s'en soucier ?

Dans cette section, nous allons nous concentrer sur trois principaux domaines d'étude de la RSE qui pourraient expliquer pourquoi les entreprises choisissent d'investir dans ces activités. Tout d'abord, nous verrons la RSE et sa relation avec la réputation de l'entreprise. Deuxièmement, nous discuterons de la RSE et son lien avec la performance de l'entreprise. En troisième lieu, nous examinerons brièvement la littérature portant sur la RSE et la gestion des risques.

2.1.3.1 La RSE et la réputation de l'entreprise

En septembre 2017, *Forbes* annonçait les résultats d'une large étude ayant pour objectif de déterminer quelles entreprises parmi celles les plus connues au monde étaient perçues par les consommateurs comme étant les plus socialement responsables (Forbes, 2017). Les résultats de l'étude, menée dans le premier quartile de 2017 par le Reputation Institute, sont le fruit de l'analyse de plus de 170 000 classements d'entreprises issus d'entrevues menées auprès de consommateurs informés de 15 pays ayant les économies les plus influentes au monde (Royaume-Uni, Espagne, Italie,

Allemagne, France, Russie, Brésil, Mexique, États-Unis, Canada, Japon, Chine, Inde, Australie et Corée du Sud). Ainsi, on y apprend que Lego Group, Microsoft, Google, The Walt Disney Group, BMW Group, Intel, Robert Bosch, Cisco Systems, Rolls-Royce Aerospace et Colgate-Palmolive sont les 10 entreprises étant perçues comme les plus socialement responsables au monde (voir figure 1). Cette même étude nous apprend aussi que 41 % de la réputation globale attribuée à une entreprise est liée à l'éthique, à l'équité et à l'impact sociétal.

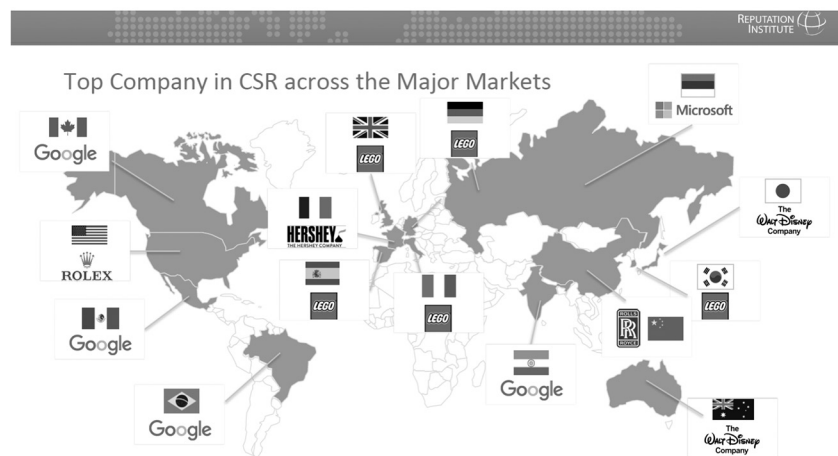


Figure 1 – Entreprises ayant reçu la meilleure perception de RSE au monde
(Source : Reputation Institute, 2017)

D'un point de vue académique, la littérature a montré des conclusions mixtes quant à l'apport supplémentaire qu'ont les informations liées à la RSE pour les différentes parties prenantes. En effet, Norman et MacDonald (2004) ont étudié l'impact des informations apportées par le « triple résultat » sur le terrain. Leur conclusion fut que ce type d'information était vide de sens :

Nos conclusions sont très largement critiques de ce « paradigme » et de sa rhétorique. Encore une fois, nous sommes favorables à certaines des aspirations en amont du mouvement « triple résultat », mais nous plaidons pour des raisons théoriques et pratiques que ce langage en promet plus que ce qu'il ne pourra jamais en livrer. (Traduction libre, Norman et MacDonald, 2004, p. 245)

Norman et MacDonald appuient l'idée que la société doit s'acquitter de certaines responsabilités envers leurs parties prenantes, y

compris la communauté, les employés, les clients et les fournisseurs, pour ne nommer que ceux-là. Mais ils ont fait valoir que la rhétorique « triple résultat » était trompeuse dans la façon dont elle permet aux entreprises de se cacher derrière leur vraie performance environnementale et sociale. En fait, les auteurs ont indiqué que bien que le mouvement « triple résultat » ait pris une très grande proportion dans les rapports des entreprises, l'accent mis sur le « triple résultat » n'est pas justifié ou justifiable, au moins du point de vue académique. En outre, ils sont étonnés de ne pas trouver une définition claire de ce que les gens veulent dire quand ils utilisent le langage « triple résultat ». Les auteurs illustrent ce point en soulevant la question de « ce que devrait être un bon résultat social ». L'entreprise doit-elle répondre par un certain nombre ? Un certain montant d'investissement ? Un bon résultat social, est-ce un investissement de 42 millions ? Pour ces auteurs, le fait que les entreprises déclarent leurs « aspirations » sociales et environnementales ne nous permet pas de juger de leur performance actuelle à ces égards.

Fait intéressant, Pava (2007) a répondu à la critique du « triple résultat » de Norman et MacDonald (2004) en disant qu'elle était « profondément erronée » (Traduction libre, Pava, 2007, p. 105). Pava a ajouté que son principal point de désaccord avec Norman et MacDonald est lié au fait que :

[...] les plus fervents supporteurs du mouvement « triple résultat » auraient tendance à insister sur le fait que les entreprises ont des résultats « sociaux » et « environnementaux » de la même manière qu'ils ont des résultats « financiers » ou « économiques ». (Traduction libre, Norman et MacDonald, 2004, p. 249)

Pava (2007) maintient que la demande d'un chiffre « magique » demandé par Norman et MacDonald (2004) pour conclure des bonnes ou mauvaises performances d'une entreprise au niveau social et environnemental est irréaliste. Ce chiffre n'existe tout simplement pas selon Pava (2007). Pour cet auteur, nous ne devrions pas tenir le « triple résultat » responsable de mesurer précisément le rendement social et environnemental, puisque la notion de « triple résultat » a été avancée pour mettre en évidence le fait que la performance de l'entreprise n'est pas uniquement financière, mais bien multidimensionnelle (Pava, 2007).

En parallèle, et étroitement lié à ce qui a été relevé dans la pratique, un important corpus de recherche a présenté des évidences

témoignant de l'impact de la performance des plus grandes sociétés en matière de responsabilité sociale, et la divulgation de renseignements à ce sujet, sur leur image de marque (par ex., Prado-Lorenzo et Garcia-Sanchez, 2010). Sur ce point, on mentionne que les entreprises peuvent utiliser des aspects de la RSE comme un signal pour les parties prenantes dans des conditions de marché où il y a asymétrie de l'information (Renneboog, Ter Horst et Zhang, 2008). En effet, les activités de RSE peuvent servir d'outil pour bâtir la réputation d'une entreprise (Fombrun et Shanley, 1990). Par conséquent, les auteurs ont fait valoir que les parties prenantes jugent une entreprise sur des facteurs comme, entre autres, la conformité aux normes sociales (Fombrun et Shanley, 1990).

En addition, Cho *et al.* (2012) ont dressé un portrait de l'impact de la divulgation environnementale sur la réputation corporative. Plus précisément, à la suite d'une analyse des pistes causales basée sur un échantillon d'entreprises américaines en provenance d'industries écologiquement sensibles (matières premières, industries pétrolières et gazières et services publics), les auteurs ont conclu que la réputation environnementale d'une entreprise était significativement liée aux divulgations faites à ce sujet. Le fondement derrière les résultats de Cho *et al.* (2012) reposent sur la théorie de la légitimité, telle qu'illustrée par Suchman (1995) :

La légitimité est une perception généralisée ou une hypothèse selon laquelle les actions d'une entité sont souhaitables, adéquates ou appropriées au sein d'un certain système socialement construit de normes, de valeurs, de croyances et de définitions. (Traduction libre, Cho *et al.*, 2012, p. 574)

De plus, en s'appuyant sur les travaux de Mathews (1993) et sur la théorie de légitimité, Cho *et al.* mentionnent que « le concept de légitimité [...] se réfère à des mesures organisationnelles qui concordent avec les attentes sociales globales » (Traduction libre, Cho *et al.*, 2012, p. 15). Ainsi, un moyen d'accroître la légitimité d'une entreprise est la gestion de ses divulgations liées à la RSE. Cho *et al.* (2012) ont clairement montré qu'en augmentant la divulgation environnementale, cela entraînait un impact positif sur la réputation d'une entreprise et, par conséquent, sur sa légitimité.

Suivant le même ordre d'idées, Bebbington *et al.* (2008) ont présenté un « cadre de restauration de l'image corporative » ayant pour but d'évaluer comment la RSE pouvait avoir un impact sur la réputation de l'entreprise. À partir de là, les auteurs ont suggéré que la

gestion du risque de réputation et la divulgation des aspects de RSE étaient liées. Or donc, la divulgation des aspects de RSE aurait un impact sur la réputation de RSE. De là, la réputation de RSE affecterait à son tour la performance financière de l'entreprise, qui elle influencerait la réputation financière.

Qui plus est, de nombreux auteurs ont conclu que la performance financière était alignée avec la réputation corporative. En fait, Brammer et Pavelin (2006), ainsi que Brown et Perry (1994) et Brown *et al.* (2010) ont tous montré un lien positif et significatif entre la réputation corporative et le rendement financier dans leurs études respectives (pour une revue de cette littérature, voir Margolis et Walsh, 2003).

2.1.3.2 La RSE et la performance financière

Malgré l'importance croissante des investissements socialement responsables (ISR) et les défis qu'apporte la RSE, leurs auteurs ayant étudié le lien entre les aspects sociaux et environnementaux des entreprises et leurs résultats économiques rapportent des résultats mitigés. Nous ferons ici brièvement état des principales constatations en ce sens.

Débutons par Waddock et Graves (1997) qui ont étudié le lien entre la performance sociale et la performance financière de 469 entreprises. Basés sur le classement de la performance sociale des entreprises de Kinder, Lydenberg et Domini (KLD), ils ont trouvé une corrélation positive et significative entre la performance sociale de l'entreprise et le rendement financier antérieur de l'entreprise. Ils ont également constaté une relation positive et significative entre la performance sociale de l'entreprise et la performance financière future de l'entreprise. En fait, selon eux, un rendement financier antérieur élevé entraîne un plus haut niveau de liquidités excédentaires à investir dans des domaines sociaux. De surcroît, ils soutiennent que les bons gestionnaires portent une plus grande attention aux aspects sociaux de l'entreprise et cela conduit à l'amélioration des relations avec les parties prenantes et s'ensuivent de meilleures performances globales.

Pour continuer, Jiao (2010) a utilisé une méthode de moindres carrés en deux étapes pour saisir la nature du bien-être des parties prenantes. L'auteur a utilisé les données de KLD pour construire un score de bien-être des parties prenantes (autres que les actionnaires)

qui comprenait six dimensions : relations avec les employés, diversité, caractéristiques du produit, relations communautaires, performance environnementale et autres. L'échantillon utilisé contenait 4 027 observations, de 822 entreprises, pour la période de 1992 à 2003. Jiao (2010) suggère qu'une augmentation de 1 point dans le bien-être des parties prenantes (autres qu'actionnaires) entraîne une augmentation de 0,587 du Q de Tobin¹ de l'entreprise. L'auteur a également fait valoir que les relations avec les employés et les questions environnementales étaient les facteurs dominants derrière les effets positifs de cette création de valeur.

Pour faire suite, Brammer *et al.* (2006) se sont appuyés sur un échantillon de 451 entreprises faisant partie d'un indice pondéré de capitalisation boursière du Royaume-Uni afin d'évaluer le lien entre la performance sociale de l'entreprise et la richesse des actionnaires. Les auteurs ont utilisé les données de l'Ethical Investment Research Service (EIRIS) comme indicateur de la performance sociale de l'entreprise. Leurs principaux résultats suggèrent que le rendement à long terme d'un titre boursier pour une entreprise ayant de bonnes performances sociales était négatif. Ces résultats ont été alimentés principalement par les meilleures performances des entreprises sur les aspects environnementaux et communautaires. Aussi, investir dans un portefeuille d'entreprises socialement moins souhaitables serait lié à des rendements anormaux significatifs. Les résultats correspondent à l'argument que les dépenses dans les dimensions sociales des entreprises étaient destructrices de valeur pour les actionnaires (Brammer *et al.*, 2006).

Également, Bauer *et al.* (2005) ont utilisé le modèle multifactoriel de Carhart (Carhart, 1997) pour un échantillon international de 103 fonds classés éthiques en provenance de l'Allemagne, du Royaume-Uni et des États-Unis. L'objectif était d'évaluer s'il y avait un écart significatif entre les rendements ajustés pour le risque des fonds éthiques versus les fonds classiques. Aucune évidence de différences significatives ne fut observée. En parallèle, Kreander *et al.* (2005) n'ont observé aucune différence significative entre les performances des fonds éthiques et classiques pour 60 fonds européens

1. Tout comme plusieurs auteurs (par ex., Kaplan et Zingales, 1997 ; Gompers *et al.*, 2003 ; Bebchuk et Cohen, 2005), Jiao (2010) a défini le Q de Tobin comme étant : la valeur marchande de l'actif divisé par la valeur au livre de l'actif, où la valeur marchande de l'actif est calculée comme la valeur au livre de l'actif plus la valeur marchande des actions ordinaires moins la somme de la valeur au livre des actions ordinaires et des taxes différées.

venant de quatre pays. Alors que d'autres auteurs ont constaté que les fonds socialement responsables en Europe continentale et en Asie-Pacifique ont enregistré des résultats inférieurs aux portefeuilles de référence (Renneboog *et al.*, 2008)².

Dans l'ensemble, malgré les conclusions mixtes sur les relations entre la RSE et la performance de l'entreprise, l'engagement des entreprises dans les activités de RSE semble maintenant aller au-delà de l'idéologie.

2.1.3.3 La RSE et la gestion des risques

Un argument supplémentaire expliquant l'implication des entreprises dans les activités de RSE pourrait résider dans les pressions de groupes d'activistes par le biais de politiques publiques et privées (Baron, 2001). Ainsi, « les entreprises qui sont sensibles à la façon dont ces groupes pourraient évaluer leurs pratiques, et dépendamment si ces groupes sont susceptibles d'agir sur cette évaluation, peuvent décider de modifier proactivement leurs pratiques pour éviter de devenir la cible d'un militant » (Traduction libre, Baron, 2001, p. 44). En outre, les auteurs suggèrent que les entreprises adaptent leur stratégie de gestion des risques afin d'inclure des programmes de RSE puisque ces derniers servent de contre-mesure au risque social (Kytte et Ruggie, 2005). En parallèle, Husted (2005) suggère que plus les projets liés à la RSE sont proactifs, plus faible sera le risque non systématique de l'entreprise.

Sur le terrain, on prétend également que les questions de RSE touchent désormais l'un des risques fondamentaux que les gestionnaires doivent prendre en compte dans leurs activités habituelles (Ernst et Young, 2014). De plus, la divulgation des aspects de RSE est devenue un courant dominant qui n'est plus seulement associé à des entreprises innovantes, et ce, depuis déjà plusieurs années (Ernst et Young, 2014). Les entreprises choisissant de ne pas rendre compte des aspects de RSE s'exposent à des conséquences potentiellement désastreuses :

L'incapacité à s'engager dans le processus de divulgation [des aspects de RSE] pourrait avoir un impact négatif sur les per-

2. Voir Renneboog, Ter Horst et Zhang (JBF, 2008) pour une revue de littérature sur l'investissement socialement responsable (ISR).

formances, la réputation et même la capacité à mobiliser des capitaux. (Traduction libre, Ernst et Young, 2014, p. 4)

Il est clair que la RSE devrait faire partie des priorités non seulement pour les gestionnaires, mais aussi pour un large éventail de parties prenantes, dont les investisseurs, les gouvernements et la communauté (Ernst et Young, 2014). Il ne fait pas de doute pour Ernst et Young que la RSE est maintenant « business as usual ». La RSE est bien présente dans la salle du conseil et fait partie du processus décisionnel d'investissement – tout en occupant l'esprit des consommateurs (Ernst et Young, 2014). De l'autre côté, il n'y a pas que l'aspect « divulgation » de la RSE qui importe. Il s'agit aussi de connaître les opérations commerciales en profondeur et leur impact sur l'environnement interne et externe de l'entreprise. À partir de là, les entreprises peuvent développer une stratégie visant à gérer les risques de RSE et fournir une valeur ajoutée à l'organisation et à la société dans son ensemble. En fait, il y a deux aspects fondamentaux à la RSE pour les entreprises : la stratégie et la divulgation (Ernst et Young, 2014). Sur ce, à la suite d'une enquête³ menée auprès d'environ 1 400 répondants en provenance de 69 pays, et représentant plus de 30 secteurs, les résultats sur la nature changeante de la RSE sont éloquentes :

39 % des répondants jugeaient que les clients et/ou les consommateurs étaient le groupe avec le plus d'influence sur la stratégie de développement durable, suivi par les employés à 29 %, le conseil d'administration/plus haut organe de gouvernance à 25 % et les investisseurs à 24 %. Quoique les clients et consommateurs sont considérés comme les plus influents, il est clair que les préoccupations concernant l'impact des problèmes de ressources humaines, de conformité et de performance opérationnelle sont de plus en plus importantes. (Traduction libre, Ernst et Young, 2014, p. 6)

Ainsi, l'enquête révèle que la prise de décision sur la RSE évolue vers le conseil d'administration. En fait, 59 % des répondants ont

3. Le sondage a été effectué avant et pendant la Conférence mondiale de la GRI sur le développement durable tenue à Amsterdam, du 22 au 24 mai 2013. Sur un auditoire de 1 661 leaders d'opinion et praticiens du monde entier, 1 400 délégués ont téléchargé l'application contenant l'enquête de la Conférence. Des questions ont été posées à différents moments avant et pendant la Conférence (Ernst et Young, 2014, p. 22).

mentionné que de mettre en œuvre une stratégie de développement durable visait principalement à créer de la valeur et 57 % à identifier et à atténuer les risques. Aussi, 50 % des répondants ont mentionné que la gestion de la RSE a été faite afin de créer un avantage concurrentiel et 35 % ont dit que c'était une façon d'attirer des clients et des investisseurs. Alors que nous savons que la divulgation sur la RSE est principalement volontaire, près de 55 % des personnes interrogées s'attendent à ce que les rapports sur le développement durable soient réglementés par leur pays avant un délai de cinq ans (Ernst et Young, 2014). Le temps se précipite et il semble que les entreprises, qu'elles le veuillent ou non, n'ont aucun autre choix que d'intervenir et faire partie du voyage de la RSE.

À la suite de cette perspective et des différentes conclusions avancées par les chercheurs, l'importance de la divulgation liée à la RSE est considérable. Les gestionnaires semblent également très conscients de l'ampleur de la vague de RSE et on sent un réel désir de changer les choses – que les motivations en amont soient d'ordre économique ou non. Nous pouvons clairement constater dans la littérature et selon les enquêtes menées sur le terrain que les différentes parties prenantes, notamment les investisseurs, font pression sur les gestionnaires et les conseils d'administration afin qu'ils suivent une stratégie claire de RSE. Nul doute que les défis liés à la RSE sont désormais considérés comme un risque commercial et qu'elle doit faire partie intégrante du processus de prise de décision (Ernst et Young, 2014). Par conséquent, même si la notion de « triple résultat » n'a pas été acceptée à l'unanimité et que certains contestent son utilité et son impact (par ex., Norman et MacDonald, 2004), l'idée d'une responsabilité multidimensionnelle de la firme envers ses parties prenantes a évolué et les prémisses derrière elle ne sont pas remises en question ici. Il est expressément admis dans la littérature que le développement durable et le bien-être social sont notre affaire à tous. Les entreprises investissent de plus en plus de temps et de ressources dans la divulgation de leurs différents volets de RSE. Que nous acquiescions à la notion « triple résultat » ou non, la recherche académique sur la RSE a montré des impacts significatifs sur la réputation des entreprises. Cela rejoint étroitement ce que les praticiens ont rapporté, alors qu'ils concluent que les clients et les investisseurs perçoivent la réputation d'une entreprise comme étant liée à sa responsabilité sociale. De plus, la littérature a montré que la réputation pouvait avoir un impact sur la performance financière de l'entreprise. Et finalement, on sait aussi que la RSE est

significativement liée à la performance de l'entreprise et à sa gestion des risques. Pour ces raisons, nous devrions définitivement nous préoccuper de la RSE.

2.2 Fusions et acquisitions

Les lignes suivantes présentent une revue de la littérature sur les fusions et acquisitions. Nous aborderons plus particulièrement la performance à long terme de ces dernières et certains autres aspects s'y rapportant.

2.2.1 *Fusions et acquisitions : une histoire de sous-performance*

La performance à long terme des fusions et acquisitions a depuis longtemps été étudiée par les universitaires. Cependant, malgré une tendance marquée de rendements anormaux négatifs des sociétés acquéreuses post-acquisitions, des nuances ont été apportées au fil des ans. Les prochaines lignes préciseront les principaux résultats dans ce domaine.

D'abord, Agrawal et Jaffe (2001) sont sans aucun doute deux auteurs célèbres de la littérature académique portant sur les fusions et acquisitions. Par ailleurs, dans un de leurs articles paru en 2000, ils ont examiné 22 articles traitant de la performance à long terme des acquéreurs après un événement de fusions et acquisitions. Les résultats agrégés de leur revue de la littérature ont révélé une claire sous-performance au marché pour les acquéreurs suivant une fusion et acquisition. De plus, ils mentionnent que leurs résultats trouvent un appui solide en l'hypothèse d'extrapolation de la performance (*performance extrapolation hypothesis*) et l'hypothèse du mode de paiement (*method of payment hypothesis*). Effectivement, les acquéreurs dont le ratio valeur au livre/valeur au marché (*BTM ratio*) est faible (les *glamour acquirors*) et les transactions financées par équité présentent une sous-performance marquée post-acquisition (Agrawal et Jaffe, 2001).

Parallèlement, un article célèbre paru dans le *Journal of Finance* présente une réflexion sur le bénéfice à long terme des actionnaires à la suite des fusions et acquisitions (Loughran et Vijh, 1997). En effet, basés sur les travaux de Ritter (1991), Loughran et Vijh ont été parmi les premiers à étudier le rendement anormal « achat-

conservation » (*buy-and-hold abnormal return* (BHAR)) ajusté pour le risque systématique, la taille et le ratio valeur au livre/valeur au marché dans un contexte de fusions et acquisitions. Sous cet angle, ils ont étudié la performance à long terme de 947 acquisitions d'entreprises américaines cotées en bourse pour les années 1970 à 1989. Ils ont également ventilé leur échantillon selon le type de transaction (fusion vs offre publique d'achat), ainsi que le type de paiement utilisé (équité vs en espèces). Les auteurs ont trouvé des résultats divergents en fonction de ces déterminants. En fait, cinq ans post-transaction, les entreprises acquéreuses ayant réalisé des fusions payées par équité ont obtenu des rendements anormaux significatifs d'en moyenne 25 % inférieurs au groupe de référence. D'un autre côté, cinq ans post-transaction, les entreprises acquéreuses ayant effectué des offres publiques d'achat payées en espèces présentaient, en moyenne, des rendements anormaux significatifs de 61 % supérieurs au groupe de référence.

Peu de temps après, des preuves supplémentaires invalidant l'hypothèse d'efficience de marché sont présentées par Rau et Vermaelen (1998). Ainsi, en utilisant un échantillon plus large (3 169 fusions et 348 offres publiques d'achat) et une plus courte période (1980-1991), ces chercheurs ont trouvé des résultats conformes à ceux de Loughran et Vijh (1997). En fait, sur une fenêtre de trois ans après les transactions, les entreprises américaines acquéreuses présentent un rendement anormal négatif important suivant des fusions et un rendement anormal positif notable suivant des offres publiques d'achat (Rau et Vermaelen, 1998). Leurs résultats relativement aux fusions sont aussi en lien avec l'hypothèse d'extrapolation de la performance où les « *glamour acquirors* » enregistrent des résultats clairement inférieurs aux « *value acquirors* » (acquéreurs dont le ratio valeur au livre/valeur au marché est élevé). Ici, à la fois le marché et les gestionnaires surextrapolent les performances passées de l'acquéreur lorsqu'ils évaluent l'opportunité d'une acquisition (Rau et Vermaelen, 1998).

Somme toute, quoiqu'ils datent déjà de plusieurs années, les articles de Loughran et Vijh (1997) et Rau et Vermaelen (1998) ont mené à deux contributions majeures dans la littérature des fusions et acquisitions. Tout d'abord, les auteurs ont trouvé des preuves de l'hypothèse d'extrapolation de la performance en sous-catégorisant les acquéreurs (« *glamour acquirors* », « *neutral acquirors* » ou « *value acquirors* »). Deuxièmement, ils ont utilisé une méthodologie

particulière pour effectuer des inférences lors de l'étude de la sous-performance à long terme des fusions et acquisitions. Cependant, il n'aura pas fallu beaucoup de temps avant que d'autres auteurs invalident la méthodologie jusqu'à maintenant utilisée dans la littérature sur les fusions et acquisitions :

La méthodologie privilégiée dans cette littérature consiste à calculer les rendements anormaux moyens selon une approche achat-conservation pluriannuelle et effectuer des inférences via une procédure de bootstrapping. Nous montrons que cette méthodologie est erronée parce qu'elle suppose l'indépendance des rendements anormaux pluriannuels pour les entreprises événementielles produisant des statistiques de test qui sont jusqu'à quatre fois trop grandes. Après la prise en compte des corrélations croisées positives des rendements anormaux des entreprises événementielles, on ne retrouve pratiquement aucune preuve de performances anormales faibles pour nos échantillons. (Traduction libre, Mitchell et Stafford, 2000, p. 287)

Par la suite, Mitchell et Stafford (2000) ont analysé 2 068 acquisitions entre 1961 et 1993. Leur méthodologie s'est appuyée sur le modèle à trois facteurs de Fama et French (1993) et l'étude de la moyenne des rendements anormaux « *calendar-time* ». Toutefois, même après de nombreux tests de robustesse et en supposant la dépendance des rendements anormaux à travers le temps, ils ont trouvé très peu de preuves d'un comportement anormal de la performance à long terme (Mitchell et Stafford, 2000).

Agrawal et Jaffe (2000) ont aussi porté à l'attention des lecteurs que certains auteurs (dont Fama et French, 1992 ; Fama et French, 1993 ; Kothari et Warner, 1997 ; Barber et Lyon, 1997 ; Lyon, Barber et Tsai, 1999) avaient remis en question les méthodologies utilisées pour étudier la performance à long terme à la suite des fusions et acquisitions. Notamment, l'utilisation du modèle de marché et d'un portefeuille de contrôle bêta ajusté sont les méthodologies les plus utilisées par les 22 articles revus par Agrawal et Jaffe (2000). Sur ce, on critiqua que le bêta ne serait pas une mesure appropriée pour évaluer la performance puisqu'il ne capture pas assez de variation transversale du rendement moyen des stocks (Fama et French, 1992). De plus, Fama et French (1993) soulèvent que certaines études sur la performance post-acquisition ne prennent pas en compte l'effet de la

valeur au livre par rapport à la valeur au marché. En bref, la conception méthodologique est souvent un sujet de préoccupation dans les études de performance des fusions et acquisitions.

Avec les problématiques méthodologiques à l'esprit, un autre article intéressant sur les performances à long terme des fusions et acquisitions a été écrit par André *et al.* (2004). Cet article concernait spécifiquement une enquête hors échantillon de 267 fusions et acquisitions réalisées en sol canadien entre 1980 et 2000. Les principaux objectifs ont été d'enquêter sur l'ampleur et la fiabilité des rendements anormaux, ainsi que d'en apprendre davantage sur les comportements des entreprises lors des événements de fusions et acquisitions. Ils ont utilisé à la fois une approche « *calendar-time* » issue d'Andrade *et al.* (2001) ainsi qu'une procédure de moindres carrés pondérés (« *weighted least squares procedure* » (WLS)). La première approche a permis « de traiter le problème de dépendance transversale inhérent aux événements de fusions et acquisitions puisque ces derniers se produisent en vagues, et dans une vague se forment des regroupements par industrie ». Quant à elle, la procédure de moindres carrés pondérés atténue « la faible puissance de l'approche de portefeuille "*calendar-time*" à détecter les performances anormales dues au fait qu'elle conduit à une moyenne issue de mois de haute et basse activité de fusions et acquisitions » (André *et al.*, 2004, p. 28). Dans cette perspective, et lorsque les fusions et acquisitions multiples pour un même acquéreur sont permises dans l'échantillon, les principales conclusions de l'article suggèrent que les acquéreurs canadiens sous-performent significativement par rapport aux entreprises de référence, et ce, sur une base moyenne équipondérée pour une période de trois ans suivant l'évènement. Ces résultats se répètent aussi lorsqu'une restriction de ne pas permettre les fusions et acquisitions multiples dans l'échantillon est imposée, à la fois pour les rendements anormaux équipondérés et pondérés en fonction de la valeur marchande de l'équité des sujets. Donc, même en utilisant une méthodologie rigoureuse, les acquéreurs présentent encore une sous-performance à long terme suivant les événements de fusions et acquisitions. En ce qui a trait aux comportements des entreprises lors des événements de fusions et acquisitions, les auteurs corroborent l'hypothèse d'extrapolation de la performance et l'hypothèse du mode de paiement. Si bien que les « *glamour acquirors* » sous-performent relativement aux « *value acquirors* » et les transactions payées entièrement par équité sous-performent par rapport aux transactions payées en espèces (André *et al.*, 2004, p. 41).

De surcroît, des résultats additionnels furent présentés dans la revue de littérature de King *et al.* (2004). En bref, les chercheurs ont conclu que les rendements anormaux des entreprises acquéreuses étaient soit non significatifs, soit négatifs sur une fenêtre de temps qui varie de 22 jours à trois ans à la suite d'une annonce de fusions et acquisitions. Les auteurs confirment donc que les fusions et acquisitions ne créent pas de valeur économique pour les firmes acquéreuses, ce qui est tout à fait en lien avec les résultats de Hayward et Hambrick (1997) et de Kroll *et al.* (1997).

2.2.2 *Sous-performance des fusions et acquisitions : pourquoi donc conclure ces transactions ?*

Avec cette sombre preuve de sous-performance à long terme, il est légitime de se demander pourquoi les entreprises continuent à conclure des fusions et acquisitions. En effet, n'oublions pas que les résultats antérieurs montrent *en moyenne* des rendements anormaux. Nécessairement, certaines entreprises acquéreuses surperforment ! Sur ce point, il convient de noter qu'environ 35 à 45 % des entreprises acquéreuses présentent une performance à long terme positive deux ou trois ans à la suite d'une acquisition (Conn et Michie, 2001).

En ce sens, Bruner (2002) a effectué une impressionnante revue de 128 articles scientifiques parmi les plus souvent cités de la littérature sur les fusions et acquisitions et couvrant la période 1992-2000. Ce qu'il a conclu est particulièrement intéressant et apporte une saveur différente aux preuves antérieures de sous-performance des fusions et acquisitions. En fait, il approcha l'évaluation du rendement de ce type de transactions d'une manière très pratique et présenta sa conclusion en différents volets. Dans les lignes suivantes, nous discuterons des trois volets suivants : les fusions et acquisitions créent de la valeur, les fusions et acquisitions ne créent pas de valeur et... ça dépend. Tout d'abord, les auteurs rapportent que les fusions et acquisitions créent de la valeur pour les actionnaires de la cible. Toutefois, en tenant compte uniquement des actionnaires de l'entreprise acquéreuse, il est vrai qu'il n'y a aucune création de valeur claire. Mais cela dépend évidemment de la définition attribuée à la création de valeur. Sous cet angle, Bruner (2002) a explicitement repris la situation en disant que « pour les soumissionnaires seuls, il n'y a aucune création de valeur dans le sens d'un retour sur investissement significativement plus grand que le coût d'opportunité du

capital – seulement 20 à 30 % de toutes les transactions semblent présenter cette situation » (Traduction libre, Bruner, 2002, p. 14). Pour poursuivre avec le deuxième volet, soit fusions et acquisitions ne créent pas de valeur, Bruner relativise les dires des articles examinés et écrit :

[...] la définition populaire de l'échec est extrême. La réalité est que 60 à 70 % de toutes les transactions de fusions et acquisitions sont associées à des résultats financiers qui compensent au moins les investisseurs pour leur coût d'opportunité – selon ce standard, il semble que les acheteurs en général obtiennent au moins ce qu'ils méritent. (Traduction libre, Bruner, 2002, p. 14)

Pour le troisième volet des conclusions de Bruner, les fusions et acquisitions peuvent ou non créer de la valeur dépendamment des déterminants de faible ou haute probabilité de transactions. Ainsi,

[l]a valeur est créée par la concentration sur le lien avec et l'adhésion à la stratégie. La diversification (surtout conglomerale), la maximisation de la taille, la construction d'un empire et l'orgueil détruisent la valeur. De cela découle que les bonnes affaires ne sont pas qu'une question de prix : la stratégie et les compétences d'intégration post-fusion sont d'une importance cruciale. [...] La principale implication de ces idées, c'est que les gestionnaires *peuvent* faire des choix qui influencent matériellement la rentabilité des fusions et acquisitions. L'intelligence reçoit son dû. Tout comme la stupidité. (Traduction libre, Bruner, 2002, p. 14-15)

En résumé, Bruner a pris du recul face aux résultats passés et a relativisé le tout. Il a réconcilié la recherche académique avec les pratiques commerciales. La forte tendance présente dans la littérature à associer les activités de fusions et acquisitions à une contre-performance à long terme pour les actionnaires des sociétés acquéreuses ne peut expliquer l'engouement pour ce type de transactions au cours des dernières décennies. La vérité est que les acquéreurs aussi réussissent et la majorité d'entre eux est au moins capable de couvrir leurs coûts d'opportunité. De plus, les motifs derrière les transactions de fusions et acquisitions pourraient être ce qui détermine le succès, tout comme le processus d'intégration post-transactions, comme également mentionné par Bruner (2002).

2.2.3 *Performance des fusions et acquisitions : transactions transfrontalières*

Une branche spécifique de la littérature sur les fusions et acquisitions mérite une attention particulière : les transactions transfrontalières. En fait, « la libéralisation des restrictions de mouvements de capitaux internationaux et la tendance vers une économie mondiale intégrée ont abouti à une activité accrue sur le marché mondial pour le contrôle des sociétés » (Eun *et al.*, 1996, p. 1560). Dès lors, avec l'émergence des fusions et acquisitions internationales est née une niche particulière de recherche : la performance à long terme des fusions et acquisitions transfrontalières. Il est important de noter que quoique certaines caractéristiques soient communes aux transactions domestiques et transfrontalières, il n'en demeure pas moins que ces dernières présentent des différences uniques et d'importance (Shimizu *et al.*, 2004). Ci-après, nous discuterons brièvement de quelques articles qui ont contribué à enrichir cette littérature.

Dans un premier temps, Datta et Puia (1995) ont trouvé une relation négative entre la distance culturelle et la performance postérieure à l'acquisition transfrontalière. À l'opposé, Morosini *et al.* (1998) ont obtenu des résultats appuyant l'hypothèse pour laquelle l'entreprise cible ou l'entreprise acquéreuse peuvent améliorer leurs performances en profitant des différences culturelles d'une et l'autre. La divergence de ces conclusions pourrait être expliquée par l'utilisation d'une méthodologie différente. En effet, Datta et Puia (1995) ont opté pour une méthodologie d'étude événementielle ainsi qu'un modèle de marché, alors que Morosini *et al.* (1998) ont utilisé une régression de moindres carrés ordinaires.

D'un autre côté, Eun *et al.* (1996) rapportent des preuves d'internalisation « inverse » (« *reverse (or backward)-internalization* ») des capacités de recherche et développement (R&D) de la cible comme motif d'effectuer des acquisitions transfrontalières. Plus précisément, ce motif serait un moyen de s'approprier le produit des économies obtenues par l'utilisation sur une plus grande échelle des actifs incorporels de la cible (Eun *et al.*, 1996). En d'autres mots, les acquéreurs souhaitent créer de la richesse en acquérant et en internalisant les actifs intangibles de la cible. Si bien que les régressions transversales des rendements anormaux cumulatifs de 103 paires cibles américaines – acquéreurs étrangers ont en moyenne montré une performance positive importante pour les deux parties. Ces

résultats sont « compatibles avec l'hypothèse qu'une source de cette synergie a été l'internalisation « inverse » des capacités de R&D des entreprises cibles américaines » (Traduction libre, Eun *et al.*, 1996, p. 1581).

Francœur (2006) s'est aussi penché sur cette hypothèse d'internalisation. Dans ce cas-ci, l'auteur a spécifiquement appliqué une procédure de bootstrapping des rendements anormaux et une approche « *calendar-time* » basée sur le modèle à trois facteurs de Fama et French (1993). L'échantillon était composé de 126 événements de fusions et acquisitions pour des entreprises acquéreuses canadiennes et des cibles étrangères entre 1990 et 2000. Francœur trouve alors que pour les entreprises acquéreuses canadiennes ayant un niveau élevé de R&D et une importante combinaison de R&D et de savoir-faire, il y a création de valeur pour les actionnaires, du moins pour un horizon de 24 et 36 mois. Ainsi, les entreprises canadiennes présentant ces caractéristiques ont montré une performance à long terme positive et significative suivant un événement de fusions et acquisitions en utilisant leur expertise et leur savoir-faire sur les marchés internationaux (Francœur, 2006). Ces résultats sont en ligne avec l'hypothèse d'internalisation.

2.2.4 Performance des fusions et acquisitions : déterminants

Au fil du temps, les chercheurs dans le domaine des fusions et acquisitions ont raffiné leur méthodologie d'évaluation de la performance post-transaction en analysant le niveau de significativité de différents déterminants. Ici, nous dressons une liste des déterminants les plus souvent utilisés dans l'analyse de la performance à long terme des fusions et acquisitions à partir des articles précédemment discutés (voir le tableau 1).

Tableau 1 – Déterminants de la performance à long terme post-acquisition

Déterminants de la performance post-acquisition	Auteurs
Acquisition conglomerale	Agrawal <i>et al.</i> , 1992 Berger et Ofek, 1995 Lubatkin, 1987
Acquisition connexe	Hayward et Hambrick, 1997 Lubatkin <i>et al.</i> , 1997 Walker, 2000 Wansley <i>et al.</i> , 1983
Méthode de paiement	Franks <i>et al.</i> , 1988 Loughram et Vijn, 1997 Rau et Vermalen, 1998 Travlos, 1987 Walker, 2000
Expérience antérieure d'acquisition	Franks <i>et al.</i> , 1991 Haleblian et Finkelstein, 1999 Hayward, 2002 Kroll <i>et al.</i> , 1997
Rendement de la période d'annonce	Agrawal <i>et al.</i> , 1992
Type d'acquisition (fusion vs offre publique)	Loughram et Vijn, 1997 Rau et Vermalen, 1998
Valeur aux livres/Valeur au marché (« <i>glamour acquirors</i> », « <i>neutral acquirors</i> » ou « <i>value acquirors</i> »)	Rau et Vermalen, 1998
Fusion et acquisitions transfrontalières	
Variable binaire « fusions et acquisitions transfrontalières	André <i>et al.</i> , 2004
Distance culturelle	Datta et Puia, 1995 Morosini <i>et al.</i> , 1998
Niveau de développement pays cible	Francœur, 2006
Niveau de R&D	Eun <i>et al.</i> , 1996 Francœur, 2006
Niveau de savoir-faire (actifs intangibles)	Francœur, 2006

Relativement à cela, King *et al.* (2004) ont fait état des principaux déterminants de performance post-acquisition inclus dans les articles faisant partie de leur revue de littérature. Malheureusement, après avoir analysé ces facteurs basés sur des méthodes méta-analytiques, les auteurs ont conclu que :

[...] les « conditions » préalables aux fusions et acquisitions les plus couramment étudiées (acquisitions conglomerales, acqui-

sitions connexes, méthode de paiement [en espèces vs équité] et expérience antérieure d'acquisition) n'ont pas d'impact significatif sur les performances post-acquisition. Ainsi, malgré des décennies de recherche, les déterminants ayant un impact sur la performance financière des entreprises s'engageant dans des transactions de fusions et acquisitions demeurent largement inexpliqués. (Traduction libre, King *et al.*, 2004, p. 198)

Fait intéressant, King *et al.* (2004) ont également discuté des implications managériales de leurs conclusions. Entre autres, ils ont mentionné que les activités de fusions et acquisitions pouvaient être hautement spéculatives. C'est-à-dire que les gestionnaires pourraient percevoir ces activités comme une solution pour propulser la croissance de leur entreprise vu la difficulté d'une croissance par le simple fonctionnement interne. Malgré tout, la croissance externe par l'intermédiaire des fusions et acquisitions apporte également son lot de défis, comme on le voit par, tout au mieux, une moyenne de performance post-acquisition nulle (King *et al.*, 2004).

Pour continuer, d'autres études ont porté une attention considérable aux déterminants de performance à long terme des fusions et acquisitions. Parmi elles, Loughran et Vijh (1997) et Rau et Vermaelen (1998) ont montré que le mode d'acquisition (fusion vs offre publique d'achat) ainsi que le type de paiement (équité vs en espèces) ont joué un rôle important dans l'explication des résultats à long terme des acquéreurs. De surcroît, en évaluant le rendement anormal « achat-conservation » des acquéreurs par rapport aux firmes de contrôle, les auteurs contrôlaient pour la taille et le ratio valeur au livre/valeur au marché de l'entreprise. Et, comme mentionné précédemment, Rau et Vermaelen (1998) ont obtenu des résultats significatifs en sous-catégorisant les acquéreurs en fonction de ce ratio (« *glamour acquirors* », « *neutral acquirors* » ou « *value acquirors* »).

D'autre part, des résultats mitigés ont été obtenus quant à l'implication des rendements réalisés par l'acquéreur entre le moment de l'annonce et le moment de la transaction. En fait, Agrawal *et al.* (1992) avaient déjà montré que les rendements obtenus durant la période d'annonce étaient significativement et négativement liés à la performance à long terme après l'acquisition. Toutefois, ce lien ne tiendrait pas pendant toute la durée de cette période et aurait tendance à disparaître au fil du temps. Quelques années plus tard, Agrawal *et al.* (2001) réfutent la conclusion précédente et soutiennent

que les rendements durant la période d'annonce ne sont pas liés à la performance à long terme des fusions et acquisitions.

Sinon, certains articles ont utilisé la distance culturelle comme déterminant de la performance à long terme des fusions et acquisitions transfrontalières (par ex., Datta et Puia, 1995 ; Morosini *et al.*, 1998). D'ailleurs, les travaux de Kogut et Singh (1988) ont permis l'établissement d'un « indice de distance de culture nationale » (« *national culture distance composite index* ») basé sur l'écart entre chacune des quatre échelles⁴ de culture nationale d'Hofstede (1980) : distance du pouvoir, évitement de l'incertitude, masculinité/féminité et individualisme.

Quant à eux, Eun *et al.* (1996) et Francœur (2006) ont tous deux étudié l'internalisation des capacités de R&D comme motif d'effectuer des acquisitions transfrontalières. Plus précisément, ils ont inclus le niveau des frais de R&D dans leur analyse. En addition, Francœur a considéré le degré de savoir-faire (estimé par les actifs incorporels) ainsi que le niveau de développement du pays cible. Ce dernier déterminant est issu des travaux de Doukas et Travlos (1988) qui faisaient état des bienfaits économiques pour un acquéreur d'un pays développé de sélectionner une cible dans un pays moins développé. Il est à noter cependant que Francœur n'a pas obtenu de résultats concluants quant aux avantages à tirer de cette divergence économique sur la performance à long terme des fusions et acquisitions transfrontalières.

Somme toute, les auteurs introduisent maintenant une variable binaire dans leur modèle d'évaluation de la performance à long terme des fusions et acquisitions afin de saisir si la transaction est transfrontalière ou domestique. Bien qu'ici les auteurs n'en fassent pas une de leurs variables d'intérêt, la variable binaire « fusions et acquisitions transfrontalières » sert de contrôle afin de capturer les

4. La *distance de pouvoir* réfère à l'inégalité dans la distribution du pouvoir au sein des organisations et des institutions dans un pays et l'ampleur avec laquelle les membres moins puissants acceptent et s'attendent à ce que ça se passe ainsi. L'*individualisme* mesure l'ampleur avec laquelle les personnes sont intégrées à des groupes au sein d'un pays. La *masculinité/féminité* fait référence à l'équité dans la distribution des rôles entre les sexes. L'*évitement de l'incertitude* réfère à l'étendue avec laquelle la culture d'un pays programme ses membres à être à l'aise ou non dans des situations ambiguës ou non structurées et donc, à quel point les gens sont tolérants à l'incertitude.

effets des transactions transfrontalières dans l'évaluation de la performance post-acquisition.

2.2.5 Performance des fusions et acquisitions : où en sommes-nous ?

Comme nous l'avons vu, en 2016, nous avons assisté à un nombre historique d'annonces de transactions de fusions et acquisitions dans le monde. Mais non seulement les transactions de fusions et acquisitions sont considérables en nombres, elles le sont aussi en termes de valeur économique. De plus, de nombreuses répercussions (pas uniquement économiques) se font ressentir sur une multitude de parties prenantes lors et à la suite de ce type de décision.

D'un autre côté, vu l'importance et l'ampleur des transactions de fusions et acquisitions, on assiste à un enthousiasme des académiciens de mieux comprendre les tenants et aboutissants de ce type de décision. De fait, une étude de Cartwright et Schoenberg (2006) englobant les 30 dernières années de recherche sur les fusions et acquisitions nous permet de réaliser hors de tout doute que ces transactions sont utilisées comme moyen de croissance pour les entreprises acquéreuses. D'autre part, les auteurs montrent que, d'un point de vue stratégique et comportemental, on peut identifier trois courants primaires dans la littérature sur les fusions et acquisitions : cohérence stratégique (« *strategic fit* »), cohérence organisationnelle (« *organizational fit* ») et processus d'acquisition lui-même. Ce sont les différentes problématiques en amont et en aval de ces courants qui ont principalement capté l'attention des chercheurs dans les dernières années. Par ailleurs, Cartwright et Schoenberg (2006) affirment que King *et al.* (2004) ont largement contribué au champ de recherche lié à la cohérence stratégique et organisationnelle entre la cible et l'acquéreur. En fait, la sous-performance des fusions et acquisitions serait entre autres liée à sa corrélation avec le niveau de cohérence stratégique entre les parties. Par conséquent, des orientations stratégiques trop lointaines entre la cible et l'acquéreur peuvent entraîner une phase d'intégration chaotique et résulter en une mauvaise performance à long terme. En revanche, le processus d'acquisition lui-même se concentre principalement sur l'intégration post-acquisition et sur comment des stratégies divergentes peuvent influencer les performances futures. Sur ce point, Cartwright et Schoenberg (2006) analysent des études portant sur les fusions et acquisitions multiples pour un même acquéreur et sur

la façon dont le processus d'apprentissage qui en résulte peut avoir une influence sur le rendement à long terme post-transactions. Toutefois, ils rapportent des résultats mitigés à ce sujet (pour davantage d'information, voir Halebian et Finkelstein, 1999 ; Hayward, 2002).

Cela dit, en dépit de la popularité des transactions de fusions et acquisitions, on rapporte des résultats mixtes quant à leur performance à long terme pour différents groupes de parties prenantes (Cartwright et Schoenberg, 2006). Une explication possible réside dans les faits que « les hauts dirigeants conduisent des acquisitions d'entreprises basées sur des motifs qui n'optimisent pas la création de valeur » ou encore que « la recherche actuelle est en quelque sorte incomplète » (Traduction libre, Cartwright et Schoenberg, 2006, p. 4). L'avenir de la recherche entourant les fusions et acquisitions pourrait donc être de se pencher sur des explications alternatives de l'absence d'amélioration des performances dans ce domaine à travers le temps (Cartwright et Schoenberg, 2006).

D'un autre côté, des déterminants liés à la gouvernance d'entreprise sont de plus en plus présents dans les études portant sur la performance (par ex., Classens *et al.*, 2002 ; Bozec et Laurin 2008 ; Demsetz et Villalonga, 2001). Étonnamment, très peu d'études dans le domaine des fusions et acquisitions ont inclus ces déterminants. Pourtant, Walters *et al.* (2007) ainsi qu'Amar *et al.* (2011) ont démontré que les caractéristiques des présidents-directeurs généraux (PDG) et la composition du conseil d'administration avaient une incidence sur la performance à court terme autour de la date d'annonce d'une fusion et acquisition. Or, en l'absence d'un conseil d'administration vigilant⁵, une longévité en poste courte ou modérée du PDG est positivement associée à la performance, alors qu'on observerait le contraire pour une plus grande longévité en poste. En la présence d'un conseil d'administration vigilant, on observe une influence positive sur la relation entre la longévité en poste du PDG et la performance autour de la date de l'annonce (Walters *et al.*, 2007). Puis, le niveau de participation dans l'actionnariat du PDG et des directeurs ainsi que le niveau d'indépendance du conseil d'administration ont été associés positivement à la performance financière à court terme de l'acquéreur. D'un autre côté, les auteurs trouvent que la taille du conseil d'administration était inversement proportionnelle à la création de valeur (Amar *et al.*, 2011). À la suite de ces résultats, il est

5. Un conseil d'administration vigilant comprend des membres externes indépendants, des actionnaires majoritaires ou des membres externes actionnaires.

donc surprenant que les chercheurs investiguant la performance à long terme n'aient pas encore inclus ces déterminants. Cela constitue clairement une lacune dans la littérature.

2.3 Recherche future

Lorsqu'ils discutent des implications théoriques de leur analyse, King *et al.* (2004) mentionnent :

L'échec de la méta-analyse actuelle de mettre en évidence tout effet positif soutenu des activités de fusions et acquisitions sur la performance après l'acquisition suggère que des motivations non financières pourraient être sous-représentées dans la théorie et la recherche qui tentent d'expliquer ce type d'activité. Si les fusions et acquisitions sont motivées par des facteurs autres que la performance financière, il n'est pas surprenant que les acquisitions, en moyenne, ne conduisent pas à des performances financières supérieures. (Traduction libre, p. 197)

Les auteurs ont également discuté du fait que l'augmentation importante des transactions de fusions et acquisitions dans les dernières décennies ne peut être expliquée que par l'opportunisme managérial. Et, avec l'implantation plutôt récente de nombreux mécanismes de gouvernance d'entreprise, nous nous serions attendus à la situation inverse, soit une diminution des fusions et acquisitions. Sur ce, les auteurs suggèrent donc que :

[...] l'utilisation des acquisitions pour gérer les incertitudes environnementales ou technologiques, ou la poursuite de la croissance pour réduire les vulnérabilités organisationnelles offrent des motivations alternatives, non financières, de conduire des activités de fusions et acquisitions. La théorisation supplémentaire des motivations non financières pour les activités de fusions et acquisitions est encouragée. (Traduction libre, King *et al.*, 2004, p. 197)

D'autant plus que les gestionnaires sentent une pression grandissante de dévoiler leurs activités sociales et environnementales à leurs parties prenantes (Bartolomeo *et al.*, 2000). En fait, non seulement les gestionnaires sont responsables de la performance économique de l'entreprise, mais avec les concepts de RSE et de « triple

résultat » sur toutes les lèvres, ils n'ont également d'autre choix que de divulguer des renseignements en ce qui concerne les questions liées au développement durable.

Aussi, de ce que nous avons vu dans la littérature, la divulgation des éléments liés à la RSE a fortement augmenté au cours des dernières années. Ce type de divulgation a montré l'influence positive sur la réputation et sur la légitimité (par ex., Cho *et al.*, 2012). Également, plusieurs articles ont démontré une relation claire entre la réputation corporative et la performance du marché (voir Margolis et Walsh, 2003, pour plus d'information).

De plus, Ernst et Young (2014) ont mentionné explicitement que la divulgation de ce genre d'information était d'une importance majeure. Ainsi, les questions de RSE sont maintenant considérées comme un risque commercial qui doit être maîtrisé par les gestionnaires et les membres des conseils d'administration. De surcroît, de par l'enquête menée par Ernst et Young (2014), nous avons vu que les investisseurs exercent une pression sur les gestionnaires et les conseils afin qu'ils suivent une stratégie claire de développement durable. Par conséquent, la RSE doit faire partie du processus de décision au sein de l'entreprise (Ernst et Young, 2014).

D'un autre côté, nous avons vu que les événements de fusions et acquisitions étaient souvent les investissements les plus importants réalisés par une entreprise. Malgré cela, la recherche a montré une tendance négative significative de la performance à long terme des fusions et acquisitions. Cependant, les chercheurs poursuivent la recherche puisqu'ils sentent que le portrait entourant ces événements n'est pas complet. Peut-être certains déterminants ont-ils été laissés de côté ? Peut-être des déterminants non financiers pourraient aider à expliquer pourquoi tant de fusions et acquisitions ont lieu et pourquoi la littérature rapporte en moyenne des rendements anormaux négatifs ?

De notre point de vue, il semble définitivement y avoir un lien manquant dans la littérature entre ce qui est observé dans le domaine de la recherche sur la divulgation des éléments de RSE et ce qui est considéré comme des déterminants importants de la performance à long terme des fusions et acquisitions (voir la figure 2 pour une illustration).

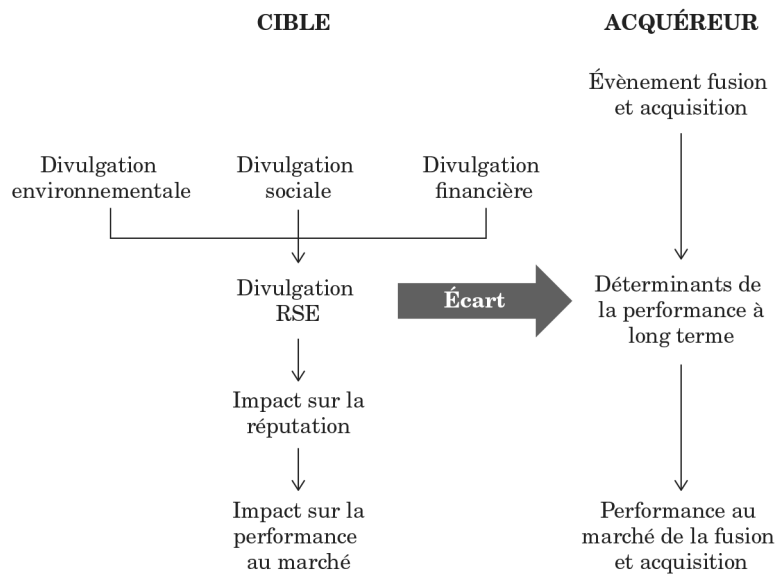


Figure 2 – Illustration de l'écart entre la littérature sur la divulgation RSE et celle sur la performance des fusions et acquisitions

À ce sujet, deux articles relativement récents nous donnent des éclaircissements. Dans les prochaines lignes, nous verrons les premières contributions réalisées à cet égard.

D'abord, à la suite de l'étude d'un large échantillon d'évènements de fusions américaines (1 556 fusions réalisées) pour les années 1992 à 2007, des chercheurs ont remarqué une création de valeur économique post-transactions chez des acquéreurs présentant de hautes performances RSE (Deng *et al.*, 2013). Plus précisément, les acquéreurs présentant de hautes performances RSE ont non seulement réalisé des rendements plus élevés entourant l'annonce d'une fusion que les acquéreurs présentant de faibles performances RSE, mais ces premiers présentent également de meilleures performances financières et d'exploitation à long terme (Deng *et al.*, 2013). Il est toutefois à noter qu'ici, les auteurs ont considéré seulement les performances de RSE des acquéreurs. Néanmoins, l'étude souligne également que pour les acquéreurs les plus performants en matière de RSE, on observe une plus grande probabilité de succès de la transaction de fusion, ainsi qu'une période plus courte pour compléter la fusion. Cependant, pour ces derniers résultats, les auteurs n'ont pris en compte que deux caractéristiques des cibles (leur ratio valeur au

livre/ valeur au marché et leur taille). Toutes les autres variables sont propres aux acquéreurs.

De même, Aktas *et al.* (2011) ont montré que les marchés financiers récompensent les investisseurs qui font des investissements socialement et écologiquement responsables. Cette étude a utilisé les indices d'*Innovest's Intangible Value Assessment* (IVA) comme mesure de la capacité des entreprises à faire face aux risques sociaux et environnementaux. Plus précisément, pour un échantillon de 96 acquéreurs et 99 cibles extraites de la base de données *Thomson Securities Data Company* (SDC) *Mergers and Acquisitions* entre le 1^{er} janvier 1997 et le 31 décembre 2007, les auteurs ont analysé le rendement cumulatif anormal autour la date d'annonce d'une transaction de fusions et acquisitions. Ici, les auteurs considèrent à la fois les indices IVA des acquéreurs et des cibles. Les résultats ont démontré que, pour les acquéreurs, il y a une différence significative du rendement cumulatif anormal moyen dépendamment si la transaction a été conclue avec une cible présentant un indice IVA élevé ou faible (0,17 % contre -2,53 % pour une période de trois jours entourant l'annonce). D'un autre côté, le niveau IVA de l'acquéreur ne semble pas avoir d'incidence sur les réactions du marché (aucune différence statistique entre les rendements cumulatifs anormaux moyens des acquéreurs avec des indices IVA élevés vs faibles). Toutefois, dans les cas où à la fois les acheteurs et les cibles ont des indices IVA élevés, les résultats indiquent des rendements cumulatifs anormaux moyens pour la transaction globale, supposant de possibles économies d'échelle pour les investissements socialement responsables (Aktas *et al.*, 2011). De plus, les auteurs ont effectué deux régressions multivariées où les variables dépendantes étaient respectivement l'écart entre l'indice IVA de la cible et de l'acquéreur, et une variable binaire indiquant l'existence ou non d'un écart positif entre l'indice IVA de la cible et de l'acquéreur. De là, on apprend que l'écart entre l'indice IVA de la cible et de l'acquéreur et l'existence d'un écart positif entre l'indice IVA de la cible et de l'acquéreur sont positivement corrélés. Selon les auteurs, cela implique que l'indice de l'acquéreur est positivement révisé à la suite de l'acquisition d'une cible ayant un meilleur indice IVA que lui, et la révision est beaucoup plus importante lorsque l'écart entre l'indice IVA de la cible et de l'acquéreur est grand (Aktas *et al.*, 2011). Ces résultats concordent avec l'hypothèse de l'apprentissage où un acquéreur apprend de l'expertise de sa cible au niveau RSE (Aktas *et al.*, 2011).

En bref, Aktas *et al.* (2011) et Deng *et al.* (2013) suggèrent que la performance environnementale et sociale est un facteur déterminant de la performance des fusions et acquisitions et de la probabilité de leur réalisation. De l'autre côté, comme on le constate à la suite de la revue de la littérature, il s'agit des premières études qui prennent en considération une portion de cet aspect. En effet, la littérature en est encore à ses débuts en ce qui concerne l'étude du lien entre la RSE et les éléments entourant les fusions et acquisitions.

3. CONCLUSION

En conclusion, il semble définitivement y avoir encore beaucoup de travail à faire pour comprendre les impacts de la RSE sur la performance des fusions et acquisitions et la modélisation de la probabilité de tels événements. À ce propos, et comme nous l'avons déjà mentionné, nous croyons fermement que les déterminants pour évaluer la performance à long terme après l'acquisition sont incomplets, notamment en ce qui concerne l'impact des éléments de divulgation RSE de la cible. Également, plus de recherche est requise afin de comprendre l'influence des caractéristiques de RSE de la cible sur sa sélection et la probabilité de réaliser des fusions et acquisitions. En ce sens, un acquéreur pourrait effectivement sélectionner une cible perçue comme un bon citoyen corporatif pour augmenter sa propre légitimité ou bénéficier de son expertise par exemple. Qui plus est, cela pourrait également faire partie d'une stratégie de gestion de risques environnementaux ou sociaux. À suivre !

BIBLIOGRAPHIE

- AGRAWAL, A. et J.F. JAFFE (2001), « The post-merger performance puzzle », 1 *Advances in Mergers & Acquisitions* 7-41.
- AGRAWAL, A., J.F. JAFFE et G.N. MANDELKER (1992), « The post-merger performance of acquiring firms: A re-examination of an anomaly », 47(4) *The Journal of Finance* 1605-1621.
- AKTAS, N., E. de BODT et J.-G. COUSIN (2011), « Do financial markets care about SRI? Evidence from mergers and acquisitions », 35(7) *Journal of Banking & Finance* 1753-1761.
- AMAR, W.B., A. BOUJENOUÏ et C. FRANCŒUR (2011), « CEO attributes, board composition, and acquirer value creation: A Canadian study », 28(4) *Canadian Journal of Administrative Sciences* 480-492.
- ANDRADE, G., M. MITCHELL et E. STAFFORD (2001), « New evidence and perspectives on mergers », 15(2) *Journal of Economic Perspectives* 103-120.
- ANDRÉ, P., M. KOOLÏ et J. L'HER (2004), « The long-run performance of mergers and acquisitions: Evidence from the canadian stock market », 33(4) *Financial Management* 27-43.
- BALLOU, B., D.L. HEITGER et C.E. LANDES (2006), « The future of corporate sustainability reporting: A rapidly growing assurance opportunity », 202(6) *Journal of Accountancy* 65-74.
- BARBER, B.M. et J.D. LYON (1997), « Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics », 43 *Journal of Financial Economics* 341-372.
- BARON, D.P. (2001), « Private politics, corporate social responsibility, and integrated strategy », 10(1) *Journal of Economics & Management Strategy* 7-45.
- BARTOLOMEO, M., M. BENNETT, J.J. BOUMA, P. HEYDKAMP, P. JAMES et T. WOLTERS (2000), « Environmental management accounting in Europe: Current practice and future potential », 9(1) *European Accounting Review* 31-52.
- BAUER, R., K. KOEDIJK et R. OTTEN (2005), « International evidence on ethical mutual fund performance and investment style », 29(7) *Journal of Banking & Finance* 1751-1767.

- BEBBINGTON, J., C. LARRINAGA et J.M. MONEVA (2008), « Corporate social reporting and reputation risk management », 21(3) *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 337-361.
- BEBCHUK, L. et A. COHEN (2002), *Firms' decisions where to incorporate*, Working paper No. 9107, National Bureau of Economic Research.
- BLOOMBERG (2015), en ligne : <<http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-12-31/canadian-m-a-hits-eight-year-high-on-record-outbound-deals>> (consulté le 20 avril 2016).
- BOZEC, Y. et C. LAURIN (2008), « Large shareholder entrenchment and performance: Empirical evidence from Canada », 35(1-2) *Journal of Business Finance & Accounting* 25-49.
- BRAMMER, S.J. et S. PAVELIN (2006), « Corporate reputation and social performance: The importance of fit », 43(3) *Journal of Management Studies* 435-455.
- BROWN, B. et S. PERRY (1994), « Removing the financial performance halo from Fortune's "Most Admired" companies », 37(5) *Academy of Management Journal* 1347-1359.
- BROWN, D.L. R.P. GUIDRY et D.M. PATTEN (2010), « Sustainability reporting and perceptions of corporate reputation: An analysis using Fortune most admired scores », 4 *Advances in Environmental Accounting & Management* 83-104.
- BRUNER, R.F. (2002), « Does M&A pay? A survey of evidence for the decision-maker », 12(1) *Journal of Applied Finance* 48-68.
- CARHART, M.M. (1997), « On persistence in mutual fund performance », 52(1) *The Journal of Finance* 57-82.
- CARTWRIGHT, S. et R. SCHOENBERG (2006), « Thirty years of mergers and acquisitions research: Recent advances and future opportunities », 17 *British Journal of Management* S1-S5.
- CHO, C.H., R.P. GUIDRY, A.M. HAGEMAN et D.M. PATTEN (2012), « Do actions speak louder than words? An empirical investigation of corporate environmental reputation », 37(1) *Accounting, Organizations and Society* 14-25.
- CLAESSENS, S., S. DJANKOV, J.P. FAN et L.H. LANG (2002), « Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings », 57(6) *The Journal of Finance* 2741-2771.

- CONN, C. et J. MICHIE (2001), *Long-run share performance of UK firms engaging in cross-border acquisitions*, ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge.
- DATTA, D.K. et G. PUJA (1995), « Cross-border acquisitions: An examination of the influence of relatedness and cultural fit on shareholder value creation in US acquiring firms », 35(4) *Management International Review* 337-359.
- DEMSETZ, H. et B. VILLALONGA (2001), « Ownership structure and corporate performance », 7(3) *Journal of Corporate Finance* 209-233.
- DENG, X., J. KANG et B.S. LOW (2013), « Corporate social responsibility and stakeholder value maximization: Evidence from mergers », 110(1) *Journal of Financial Economics* 87-109.
- DOUKAS, J. et N.G. TRAVLOS (1988), « The effect of corporate multinationalism on shareholders' wealth: Evidence from international acquisitions », 43(5) *The Journal of Finance* 1161-1175.
- ELKINGTON, J. (2004), « Enter the triple bottom line », dans J. RICHARDSON et A. HENRIQUES (dir.), *The triple bottom line: Does it all add up*, à la page 1.
- ERNST & ERNST (1978), *Social responsibility disclosure: 1978 survey*, Cleveland, OH, Ernst & Ernst.
- ERNST & YOUNG (2014), *Sustainability reporting – The time is now*, en ligne : <[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-Sustainability-reporting-the-time-is-now/\\$FILE/EY-Sustainability-reporting-the-time-is-now.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-Sustainability-reporting-the-time-is-now/$FILE/EY-Sustainability-reporting-the-time-is-now.pdf)>.
- EUN, C.S., R. KOLODNY et C. SCHERAGA (1996), « Cross-border acquisitions and shareholder wealth: Tests of the synergy and internalization hypotheses », 20(9) *Journal of Banking & Finance* 1559-1582.
- FAMA, E.F. et K.R. FRENCH (1992), « The cross-section of expected stock returns », 47(2) *The Journal of Finance* 427-465.
- FAMA, E.F. et K.R. FRENCH (1993), « Common risk factors in the returns on stocks and bonds », 33(1) *Journal of Financial Economics* 3-56.

- FOMBRUN, C. et M. SHANLEY (1990), « What's in a name? Reputation building and corporate strategy », 33(2) *Academy of Management Journal* 233-258.
- FORBES (2017), en ligne : <<https://www.forbes.com/sites/karstenstrauss/2017/09/13/the-10-companies-with-the-best-csr-reputations-in-2017/#910d6c5546bf>> (consulté le 25 septembre 2017).
- FORD (2015), en ligne : <<https://corporate.ford.com/microsites/sustainability-report-2016-17/doc/sr16-sr14.pdf>> (consulté le 21 septembre 2017).
- FRANCŒUR, C. (2006), « The long-run performance of cross-border mergers and acquisitions: Evidence to support the internalization theory », 4(2) *Corporate Ownership and Control* 312-323.
- GOMPERS, P.A., J.L. ISHII et A. METRICK (2001), *Corporate governance and equity prices*, Working paper No. 8449, National Bureau of Economic Research.
- GOVERNANCE & ACCOUNTABILITY INSTITUTE (2017), *Flash report*, en ligne : <<http://www.ga-institute.com/press-releases/article/flash-report-82-of-the-sp-500-companies-published-corporate-sustainability-reports-in-2016.html>> (consulté le 21 septembre 2017).
- GRAY, R. (2006), « Social, environmental and sustainability reporting and organisational value creation?: Whose value? Whose creation? », 19(6) *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 793-819.
- GRI (2002), *Sustainability reporting guidelines*, Global Reporting Initiative, Boston, MA.
- GRI (2006), *RG sustainability reporting guidelines*, Global Reporting Initiative, Amsterdam.
- GUIDRY, R.P. et D.M. PATTEN (2010), « Market reactions to the first-time issuance of corporate sustainability reports », 1(1) *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal* 33-50.
- HALEBLIAN, J. et S. FINKELSTEIN (1999), « The influence of organizational acquisition experience on acquisition performance: A behavioral learning perspective », 44(1) *Administrative Science Quarterly* 29-56.

- HAYWARD, M.L. (2002), « When do firms learn from their acquisition experience? Evidence from 1990 to 1995 », 23(1) *Strategic Management Journal* 21-39.
- HAYWARD, M.L. et D.C. HAMBRICK (1997), « Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris », 42(1) *Administrative Science Quarterly* 103-127.
- HOFSTEDE, G. (1980), *Culture's consequences: International differences in work-related values*, Beverly Hills, Sage.
- HUSTED, B.W. (2005), « Risk management, real options, corporate social responsibility », 60(2) *Journal of Business Ethics* 175-183.
- INSTITUTE FOR MERGERS, ACQUISITIONS AND ALLIANCES (2017), en ligne : <<https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>> (consulté le 21 septembre 2017).
- JIAO, Y. (2010), « Stakeholder welfare and firm value », 34(10) *Journal of Banking & Finance* 2549-2561.
- KAPLAN, S.N. et L. ZINGALES (1997), « Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? », 112(1) *The Quarterly Journal of Economics* 169-215.
- KING, D.R., D.R. DALTON, C.M. DAILY et J.G. COVIN (2004), « Meta-analyses of post-acquisition performance: Indications of unidentified moderators », 25(2) *Strategic Management Journal* 187-200.
- KOGUT, B. et H. SINGH (1988), « The effect of national culture on the choice of entry mode », 19(3) *Journal of International Business Studies* 411-432.
- KOTHARI, S.P. et J.B. WARNER (1997), « Measuring long-horizon security price performance », 43 *Journal of Financial Economics* 301-340.
- KREANDER, N., R.H. GRAY, D.M. POWER et C.D. SINCLAIR (2005), « Evaluating the performance of ethical and non-ethical funds: A matched pair analysis », 32(7-8) *Journal of Business Finance & Accounting* 1465-1493.
- KROLL, M., P. WRIGHT, L. TOOMBS et H. LEAVELL (1997), « Form of control: A critical determinant of acquisition performance and CEO rewards », 18(2) *Strategic Management Journal* 85-96.

- KYTLE, B. et J.G. RUGGIE (2005), « Corporate social responsibility as risk management: A model for multinationals », *Corporate social responsibility initiative working paper no. 10*, Cambridge, MA, John F. Kennedy School of Government, Harvard University.
- LOUGHRAN, T. et A.M. VIJH (1997), « Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions? », 52(5) *The Journal of Finance* 1765-1790.
- LYON, J.D., B.M. BARBER et C.L. TSAI (1999), « Improved methods for tests of long-run abnormal stock returns », 54(1) *The Journal of Finance* 165-201.
- MARGOLIS, J.D. et J.P. WALSH (2003), « Misery loves companies: Rethinking social initiatives by business », 48(2) *Administrative Science Quarterly* 268-305.
- MATHEWS, M.R. (1993), *Socially responsible accounting*, London, Chapman & Hall.
- MERGERSTAT REVIEW (2017), en ligne : <https://www.bvresources.com/docs/default-source/book-excerpts/mergerstat_review_2017_excerpt.pdf?sfvrsn=4> (consulté le 21 septembre 2017).
- MITCHELL, M.L. et E. STAFFORD (2000), « Managerial decisions and long-term stock price performance », 73(3) *The Journal of Business* 287-329.
- MOROSINI, P., S. SHANE et H. SINGH (1998), « National cultural distance and cross-border acquisition performance », 29(1) *Journal of International Business Studies* 137-158.
- MUELLER, D.C. (1972), « A life cycle theory of the firm », 20(3) *The Journal of Industrial Economics* 199-219.
- NORMAN, W. et C. MACDONALD (2004), « Getting to the bottom of “triple bottom line” », 14(2) *Business Ethics Quarterly* 243-262.
- PATTEN, D.M. (1995), « Variability in social disclosure: A legitimacy-based analysis », 6 *Advances in Public Interest Accounting* 273-285.
- PAVA, M.L. (2007), « A response to “getting to the bottom of ‘triple bottom line’” », 17(1) *Business Ethics Quarterly* 105-110.

- PRADO-LORENZO, J.M. et I.M. GARCIA-SANCHEZ (2010), « The role of the board of directors in disseminating relevant information on greenhouse gases », 97(3) *Journal of Business Ethics* 391-424.
- RAU, P.R. et T. VERMAELEN (1998), « Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms », 49(2) *Journal of Financial Economics* 223-253.
- RENNEBOOG, L., J. Ter HORST et C. ZHANG (2008), « The price of ethics and stakeholder governance: The performance of socially responsible mutual funds », 14(3) *Journal of Corporate Finance* 302-322.
- RENNEBOOG, L., J. Ter HORST et C. ZHANG (2008), « Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior », 32(9) *Journal of Banking & Finance* 1723-1742.
- RITTER, J.R. (1991), « The long-run performance of initial public offerings », 46(1) *The Journal of Finance* 3-27.
- SHIMIZU, K., M.A. HITT, D. VAIDYANATH et V. PISANO (2004), « Theoretical foundations of cross-border mergers and acquisitions: A review of current research and recommendations for the future », 10(3) *Journal of International Management* 307-353.
- SUCHMAN, M.C. (1995), « Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches », 20(3) *Academy of Management Review* 571-610.
- SUNCOR (2013), *Rapport sur le développement durable 2013*, en ligne : <http://sustainability.suncor.com/2013/pdf/se_ros13_prod_proof_F_WEB.pdf> (consulté le 21 septembre 2017).
- SUNCOR (2017), *Rapport sur le développement durable 2017*, en ligne : <<https://sustainability.suncor.com/2017/fr/vision/message-du-chef-de-la-direction.aspx>> (consulté le 21 septembre 2017).
- TOMS, J.S. (2002), « Firm resources, quality signals and the determinants of corporate environmental reputation: Some UK evidence », 34(3) *The British Accounting Review* 257-282.

TRAVLOS, N.G. (1987), « Corporate takeover bids, methods of payment, and bidding firms' stock returns », 42(4) *The Journal of Finance* 943-963.

WADDOCK, S.A. et S.B. GRAVES (1997), « The corporate social performance – Financial performance link », 18(4) *Strategic Management Journal* 303-319.

WALTERS, B.A., M.J. KROLL et P. WRIGHT (2007), « CEO tenure, boards of directors, and acquisition performance », 60(4) *Journal of Business Research* 331-338.

WOODS, M. (2003), « The global reporting initiative », 73(6) *CPA Journal* 60-65.