



# **Les stratégies d'action et les pratiques d'affaires dans l'industrie biomédicale canadienne : une approche boursière**

## **CAHIER DE RECHERCHE**

par

Macena, Jean-Claude  
Desrochers, Jean  
Préfontaine, Jacques  
Mathieu, Claude

## 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 du Groupe de Recherche en Finance Appliquée (GReFA) de l'Université de Sherbrooke.

Les pratiques d'affaires dans l'industrie biomédicale sont de plus en plus utilisées par les dirigeants dans leur processus de création de valeur. Dans ce contexte, les entreprises déploient leurs pratiques d'affaires dans le but de positionner leurs orientations stratégiques, soit pour susciter ou trouver des capitaux nécessaires au financement de leurs infrastructures en R et D qui, souvent, excèdent les capacités d'une seule firme, soit pour faire appel à des ressources multidisciplinaires capables d'interagir sur des plateformes technologiques nécessitant plusieurs expertises. Cette étude identifie et classifie les stratégies d'action et les pratiques d'affaires qui ont cours dans l'industrie de la biotechnologie médicale canadienne. Cette recherche se situe à l'interface de deux principaux courants de pensée; a) le management stratégique et b) les innovations technologiques en recherche et développement. Celle-ci nous permettra par la suite de vérifier si ces pratiques d'affaires créent de la valeur lors de leurs annonces sur les marchés financiers canadiens.

## Résumé

Cette étude porte sur la réaction des marchés boursiers lors des annonces publiques d'information non financières des entreprises biomédicales canadiennes. Elle examine les stratégies et les pratiques d'affaires par lesquelles les entreprises biomédicales canadiennes créent de la valeur. S'intéressant à la performance de ces entreprises au Canada, la divulgation des pratiques d'affaires en temps opportun, est de plus en plus utilisée par les dirigeants comme une stratégie d'action visant à influencer la variation du cours des actions de leurs entreprises. À ce titre, elle tend aussi, à convaincre les dirigeants des entreprises biomédicales que certaines de leurs pratiques d'affaires sont intimement liées à leur capitalisation boursière, et par conséquent, ils doivent les valoriser en fournissant aux investisseurs des informations utiles capables de les aider à mieux gérer leurs anticipations.

L'objectif de cette étude est d'analyser la réaction des investisseurs sur les marchés boursiers face aux annonces publiques d'information sur les pratiques d'affaires des entreprises biomédicales. Les auteurs ont privilégiés un échantillon d'entreprises biomédicales canadiennes. A partir d'un échantillon de 86 entreprises biomédicales canadiennes et de 46 pratiques d'affaires relatives aux entreprises biomédicales ouvertes sur le S&P/TSX, durant la période de janvier 2004 au 31 octobre 2007, les auteurs ont trouvé des rendements anormaux positifs et significatifs à la suite de la divulgation d'informations sur plusieurs pratiques d'affaires. En ce sens, la méthodologie des études d'événement a permis de dégager des conclusions utiles. Dans l'ensemble, les observations confirment la présence des rendements anormaux positifs et significatifs lors des divulgations d'informations non financières sur les pratiques d'affaires. Ainsi, les principales stratégies et pratiques d'affaires qui créent globalement de la valeur sont celles dites collectives et celles axées sur la valorisation de la recherche et le développement.

En conclusion, nous pouvons avancer que certaines pratiques d'affaires permettent de créer de la valeur et ce de façon persistante dans le temps.

Mots clés : performance boursière, réaction des marchés boursiers, entreprise biomédicale, information non financière, études d'événements, rendements anormaux.

## Introduction

Selon Allaire et Firsirotu (2004, p.2-3), la stratégie des entreprises est caractérisée par les décisions stratégiques des dirigeants sous l'influence des marchés financiers. En ce sens, les pratiques d'affaires de l'industrie biomédicale sont devenues un ensemble de produits financiers soumis à des anticipations boursières par suite du degré d'incertitude que contiennent ces annonces. D'après Charreaux (1997), les dirigeants favorisent l'adoption d'un ensemble de pratiques d'affaires, en vue d'optimiser la performance boursière de leur entreprise. A cette finalité, elles ont repensé leurs stratégies d'affaires et ont restructuré leurs opérations afin de répondre aux impératifs des marchés boursiers et des profits économiques recherchés par les actionnaires. De plus, l'importance accordée à la formulation et aux déploiements de ces pratiques d'affaires ont conduit, dans une certaine mesure, les marchés boursiers à institutionnaliser certaines pratiques d'affaires éprouvées dans l'industrie biomédicale (Ellison et Fisher-Ellison, 2007). Ainsi, nous nous demandons, est-ce qu'une annonce publique sur les pratiques d'affaires des entreprises biomédicales canadiennes influence les prix des actions sur les marchés boursiers canadiens? Ou du moins, est-ce que les prix des actions cotées sur les marchés boursiers canadiens réagissent de façon efficiente aux annonces des entreprises biomédicales canadiennes? Afin de répondre à ces questionnements, nous posons la question de recherche suivante: Existe-t-il une relation entre les pratiques d'affaires couramment utilisées dans l'industrie des biomédicaments et l'accroissement de la performance boursière des entreprises biomédicales canadiennes ?

A cet égard, cette recherche part d'un double constat, à savoir: a) de plus en plus, les entreprises biomédicales canadiennes adoptent des pratiques d'affaires couramment valorisées par les marchés boursiers et leur impact est peu connu sur la capitalisation boursière de l'industrie; b) les rendements anormaux relatifs aux pratiques d'affaires valorisées sur les marchés boursier varient d'une étude à une autre; et c) les recherches, à ce jour, sont largement dominées par des études empiriques américaines et, on connaît très peu leur impact sur l'industrie biomédicale canadienne.

Le but principal de cette recherche est d'évaluer empiriquement la réaction des marchés boursiers (performance boursière) face aux annonces publiques d'information sur des pratiques d'affaires des entreprises biomédicales canadiennes. Pour ce faire, nous entendons déterminer et identifier les stratégies et pratiques d'affaires qui contribuent le plus à l'accroissement de la performance de ces entreprises. Pour rencontrer ces objectifs, nous entendons : a) présenter une recension de littérature sur les anticipations et motivations des investisseurs; b) analyser les recherches sur les rendements anormaux des entreprises cotées; c) conceptualiser un modèle

théorique de pratiques et de stratégies d'affaires pouvant influencer la performance boursière; d) générer des hypothèses capables de mesurer l'accroissement de la performance boursière; e) décrire la méthodologie des études d'évènements et f) analyser les résultats et présenter des avenues pour des recherches futures. Ce texte se divise en trois parties. La première portera sur l'identification du cadre théorique et delà, nous présenterons le classement des différentes stratégies et pratiques d'affaires tel que défini par Macena (2010). Dans la seconde partie, nous aborderons le cadre méthodologique ainsi que le plan d'échantillonnage. Dans la troisième partie, nous présenterons les résultats et nous en ferons l'analyse. Pour terminer, nous conclurons et nous poserons les jalons pour des recherches futures.

## **1.0 Le cadre théorique**

L'étude de la performance des entreprises biomédicales est relativement complexe, tant du point de vue d'évaluation financière, que boursière en raison de nombreuses interactions entre des normes comptables appliquées et les exigences de divulgation des marchés boursiers (Robin-Roth (2000)). De ce point, la notion de valeur fondamentale des sociétés biomédicales procure un référent que les indicateurs financiers paraissent manqué et, par suite, le niveau des cours boursiers et celui de la volatilité s'en trouvent disqualifiés. En effet, cette auteure atteste que les pratiques d'affaires des entreprises biomédicales sont devenues de complexes montages financiers, en grande partie, cachés dans les opérations hors du bilan comptable. Cette mise en doute posée, plusieurs conséquences en découlent notamment les cours boursiers ne traduisent plus nécessairement la réalité économique des entreprises. La volatilité observée et mesurée sur les marchés boursiers peut être qualifiée d'«anormale» par rapport à ce qui devrait être son niveau estimé d'après les variations des facteurs fondamentaux de la détermination de la valeur des sociétés. Pour cette auteure, il n'existe en finance aucune certitude quant à une réalisation future d'un évènement qui a eu cours dans le passé car les modèles d'évaluation boursière sont ancrés dans le présent et axés vers le futur permettant au marché boursier d'apprécier la valeur intrinsèque d'une entreprise à l'instant  $t_0$ , et ce, en fonction des facteurs de risque et de rendement qui émanent des décisions stratégiques des dirigeants en vue de dégager des flux de richesse dans l'entreprise.

Dans ce cadre, le processus de gestion des risques (financiers, juridiques, éthiques et autres) interpelle une investigation clinique des nouveaux médicaments, des produits biologiques et dispositifs médicaux fortement réglementés par Santé Canada qui s'assure à ce que la conduite des études cliniques et du développement des produits issus des biotechnologies médicales suivent les normes de bonnes pratiques cliniques dont les procédures permettent d'assurer l'intégrité des données obtenues et validées par les tests statistiques.

## 1.1 Les manœuvres stratégiques des entreprises biomédicales

Selon Allaire et Firsirotu (2009 p.24-25), les sociétés à capital ouvert sont sujettes aux analyses des marchés financiers et sont prêtes à recourir à tous les moyens stratégiques, tactiques ou financiers afin d'atteindre les rendements attendus par leurs actionnaires. Dans ce cadre, elles sous-traitent, délocalisent leurs opérations et réorganisent leurs processus d'affaires tout en maximisant l'interprétation des règles comptables, adoptent toutes les normes comptables et financières pour enrichir leurs bilans et leurs résultats, rachètent leurs propres actions et augmentent leur ratio d'endettement afin de recourir à des pratiques d'affaires couramment valorisées par les marchés boursiers. À cette fin, ces auteurs sous-tendent que ces pratiques ont grandement réduit la période moyenne de détention des actions par les investisseurs, et de fait, la haute direction est récompensée fastueusement ou punie sévèrement, selon qu'elle a réussi ou non à composer avec toutes ces contingences. Soumis à cette méthode du bâton et de la carotte, les dirigeants adoptent de plus en plus des approches de gestion à court terme afin de se soumettre à la logique implacable des marchés financiers, celle d'assurer une croissance soutenue et de faire augmenter le prix de l'action sur les marchés boursiers.

De fait, en réponse aux manques de productivité en R et D, Teece (2007) et Danzón Epstein et Nicholson (2007) et Pisano (2006) relatent que ces entreprises se sont appropriées un ensemble de mouvements d'actions et de réactions en vue d'inspirer les investisseurs afin qu'ils modifient leurs anticipations et ainsi modifier le cours des actions sur les marchés boursiers afin de créer de la richesse. Parmi ces actions, ces auteurs soulignent que certaines pratiques d'affaires sont capables de générer des rendements anormaux sur les marchés boursiers. De fait, ces auteurs distinguent, notamment a) celles qui produisent des économies d'échelle ou de synergies (fusion et acquisition, production sous licence des produits en stade de maturité et autres); b) celles qui créent un pouvoir de marché (les partenariats, la coentreprise, les alliances stratégiques et autres); c) celles qui impliquent un leadership managérial (nomination des dirigeants, les chercheurs notoires et autres); d) celles qui mènent à la diversification et au redéploiement des actifs (restructuration, réingénierie et autres).

Dans la même lignée, les travaux de Chaney, Devinney et Winer (1991), de Mishra et Bhabra (2001) et de Koku, Jagpal et Viswanath (1997) sur les introductions de nouveaux produits; les travaux de Lee, Smith, Grimm, et Schomburg (2000) sur le rappel des produits; les travaux de Campart et Pfister (2001, 2007) sur les avancées thérapeutiques, les travaux de Danzon *et al.* (2007) et de Hubler et Meshi (2000, 2002) sur les fusions d'entreprises; de Sabherwal et Sabherwal (2007) sur les stratégies d'affaires; les travaux de Sood et Tellis (2008) sur les innovations technologiques et ceux de Xu (2002) sur la création de valeur dans les entreprises biomédicales attestent l'idée que

plusieurs pratiques d'affaires déployées par les entreprises biomédicales sont soumises aux influences des marchés boursiers pour être valorisées selon les appropriations faites par les investisseurs.

Dans un contexte d'événement, la théorie de la dynamique concurrentielle, à partir des textes de Chen et MacMilan (1992), de Grimm et Smith (1997), de Chen et Hambrick (1995), de Lee *et al.* (2000) et de Hitt, Gimeno et Hoskisson (1998), et de Ferrier et Lee (2002), stipule que les mouvements concurrentiels sont introduits comme des pratiques d'affaires de façon à permettre aux dirigeants d'influencer les entreprises concurrentes par leur capacité à anticiper et, à préparer l'avenir de leur organisation (Smith, Grimm et Ganon (1992); Young, Smith, Grimm et Simon. (2000)). Armée d'un arsenal d'outils et méthodes sophistiquées, les dirigeants utilisent un ensemble d'actions ou de pratiques d'affaires pour asseoir leur domination sur le terrain, définir les règles du jeu en action ainsi que les stratégies qui en découlent. En se référant à Crozier et Friedberg (1977, p. 83), Chen et Hambrick, 1995), Smith, Grimm et Young (1997) avancent que les dirigeants déploient ces pratiques d'affaires dans le but de rechercher une certaine asymétrie de pouvoir sur les entreprises concurrentes. A ce sujet, Malmendier et Tate (2005) et Heaton (2002) exposent comment les dirigeants utilisent les marges de manœuvre dégagées pour manipuler les règles du jeu à leur avantage. De plus, Humphreys et Brown (2002); Woodilla (1998); Depret (2003) et D'Aveni (2002) pointent comment ils élaborent des plans et passent des alliances afin d'obtenir un pouvoir de marchandage sur les ressources convoitées et ainsi, dominer leur marché De plus, Lesca (1996) observe que les entreprises publient des informations jugées stratégiques comme des événements afin d'exploiter une zone d'opportunité. Dans ce contexte, Rosenboom et Schramade (2006); Hammami (2003) ainsi que Harjoto (2005) constatent que les mouvements concurrentiels sont pilotés comme des stratégies de création de valeur boursière permettant à la firme d'obtenir des capitaux nécessaires à leur développement et à leur croissance. Parmi ces événements, notons les pratiques d'affaires sur les avancées thérapeutiques de Campart et Pfister (2001); les pratiques de partenariat de Campart et Pfister (2007); les pratiques d'affaires relatives au lancement de produits (Chaney et Devinney, 1992); les pratiques d'affaires relatives aux fusions et acquisitions des entreprises (Wiggenhorn, Gleason et Madura, 2006) et autres. Selon ces auteurs, les dirigeants utilisent l'annonce de ces pratiques non seulement pour attaquer ou pour riposter à une contre-attaque d'une entreprise concurrente, mais aussi, pour influencer les anticipations des investisseurs sur les marchés boursiers (Rosenboom et Van der Goot, 2005). Dans ce contexte, Reuer et Shen (2003) et Mulherin et Boone (200) rappellent que l'idée d'une divulgation des mouvements concurrentiels est de permettre aux firmes concurrentes et aux investisseurs d'obtenir un nombre important d'informations utiles à leur prise de décision, notamment sur la gestion de risque de l'entreprise. Dans les faits, Nicholson, Danzon et McCullough (2003), Chesbrough (2006) ainsi

que Leaven et Levine (2007) affirment que, lorsque les entreprises publient des informations sur leurs mouvements concurrentiels, les dirigeants anticipent une réaction des investisseurs sur les marchés boursiers et de cette façon, ils peuvent mesurer la performance de leurs modèles d'affaires. Selon ces auteurs, les entreprises utilisent ces pratiques d'une part pour réguler les comportements des concurrents sur les règles de jeu établies dans le secteur d'activités et d'autre part, pour redéfinir leur propre terrain de jeu avec leurs propres règles (Cassimon et Vengeers, 2002).

Dans les faits, Nissim et Ziv (2001) ont observé que les entreprises simulent au quotidien une logique d'imprévisibilité sur les marchés financiers par suite de leur dynamique du jeu concurrentiel et de la rareté des innovations du secteur. Ceci étant, les entreprises biomédicales ont introduit des incertitudes sur le marché des actions qui ont contaminé les anticipations des investisseurs. Par les jeux du pouvoir (Crozier 1973) et par le jeu de l'échange négocié (Bourque et Thuderoz, 2002), ces entreprises ont appris à monnayer leur capacités intrinsèque à développer des molécules et les amener au stade de la commercialisation, d'une part en implantant un ensemble de pratiques d'affaires permettant aux investisseurs de spéculer sur la performance boursière de l'entreprise et d'autre part, en suivant un ensemble d'étapes valorisées par les marchés financiers lors des annonces publiques d'information. De ce fait, Wilbon (2003) atteste que les dirigeants signalent la qualité de leurs pratiques d'affaires par des variables technologiques (R et D, propriété intellectuelle et autres) et des variables managériales et de direction notamment les nominations, les stratégies de fusion ou d'acquisition et d'autres. Leur signal révèle au marché boursier, les capacités de l'entreprise à gérer ses ressources et compétences d'une manière optimale et, de leur détermination à générer les meilleures performances de l'industrie. Dans ce jeu économique, Daniel, Hirshleifer et Subrahmanyam (1998) nous apprennent que les investisseurs accordent une certaine préférence aux décisions des dirigeants quant à leurs stratégies d'action, en réévaluant leurs anticipations. A cette fin, les entreprises biomédicales sont évaluées d'une part, comme producteur de discours (Abrahamson et Fairchild 1999) et d'autre part, comme un outil de communication (Axley, 1984) ou produit symbolique (Rosen, 1985). Ainsi, les communications entre le dirigeant et son équipe sont mises à contribution pour étudier leurs stratégies organisationnelles (Grandori, 1997), leur processus de prise de décision (Shapiro, 1984), les stratégies de croissance telles les fusions, les acquisitions (Meyer 1984), les alliances et les partenariats ainsi que le changement stratégique (Hafsi et Hatimi, 2003) et ce, dans le but de permettre aux investisseurs de valoriser leurs préférences. D'après D'Aveni et MacMillan (1990), les discours de la direction dévoilent les processus de diffusion de valeur, de légitimité, d'influence, de mobilisation et de gestion des significations propres à l'activité organisationnelle.

De plus, Montalban, Morin et Raduriau (2007) notent que la production des molécules actives demande de plus en plus des ressources (financière, humaine et technologique) à valoriser,

et que la seule présence d'une annonce positive a pour conséquence de propulser les actions d'une entreprise à la hausse. De fait, Nesta et Saviotti (2005) constatent que dans l'industrie biomédicale, l'utilisation des pratiques d'affaires devient un passage obligé permettant aux entreprises d'accéder à des ressources rares (Barney, 1991, p. 101), des ressources indispensables aux développements et à la croissance d'une entreprise (Pfeiffer et Salancik, 1978, p. 27). En ce sens, Depret (2003) décrit que les pratiques d'affaires couramment utilisées dans le secteur biomédical sont utilisées comme des actions permettant à ces entreprises de se doter d'avantages concurrentiels soutenables, soit pour élargir ou restreindre la portée du jeu concurrentiel, que ce soit, en amont ou en aval de la chaîne des valeurs de l'industrie (Porter, 1980, p. 83-109). Pour Robin-Roth (2000), les entreprises biomédicales ont créé cette logique dans l'espace réservé à la publication non financière pour transmettre des signaux aux marchés financiers sur la qualité de leurs décisions et de leurs actions stratégiques en publiant systématiquement les résultats des avancées thérapeutiques de la R et D ainsi que les discours associés aux agrégats boursiers de façon à permettre aux investisseurs d'arrimer leur anticipation aux aléas boursiers.

D'après Brouthers (2002) et Brouthers et Nakos (2004), ces pratiques d'affaires permettent aux entreprises de formuler et de déployer un ensemble de stratégies d'action capables d'influencer le cours des actions et des décisions des dirigeants à savoir leurs stratégies de conquête ou de domination de marché. En ce sens, Baumard (2000, p. 21) note que ces manœuvres stratégiques impliquent un ensemble de jeux stratégiques pour mieux encadrer leur recherche du pouvoir et de l'influence lors des négociations en vue de s'accaparer les ressources vitales à leur croissance. A cet égard, Grant (1996) et Spender et Grant (1996) rapportent que les dirigeants doivent les modéliser, les approprier et les assimiler jusqu'à ce qu'elles se transforment en connaissances et enfin les incorporer dans leur prise de décision (Coriat, Orsi et Almeida, 2006). A cette fin, ces auteurs rapportent que la récolte et la sélection des informations peuvent être altérées par des habitudes ou routines (Cyert et March, 1963), une dissonance cognitive ou affective (Shiller, 1997), un biais de confirmation (Shefrin, 2001) et une surcharge cognitive (Hallowell, 2005) qui peuvent entraîner soit une destruction ou une création de sens (Weick, 1993).

Dans l'ensemble, Lavie (2007) atteste que plusieurs courants tentent de saisir la complexité du marché financier et de mesurer la performance boursière des entreprises. En effet, les travaux de Chandrasekaran and Tellis (2007, 2008); de Sorescu, Venkatesh, et Kushwaha (2007), de Chen, Ho, Ik, et Lee (2005), et Sankaranarayanan (2007) sur les pratiques concurrentielles, cette approche mesure les pratiques d'affaires d'une entreprise en fonction du positionnement de l'entreprise, de la qualité de ses actifs et des opportunités de croissance qu'elle suscite en termes de création de richesse. Soutenus par les études de Fama, Fisher, Jensen, et Roll (1969) et de Dussauge et Garette (1995), ces auteurs ont constaté que la variation du cours des actions était la

méthode la plus pertinente pour évaluer une stratégie d'action dans les entreprises technologiques. Appuyé par les travaux de Campart et Pfister (2001, 2007), d'Austin (2000), de Hubler et Meschi (2000), de Carolis et Deeds (1999) et de Sood et Tellis (2008) qui ont constaté que lors des annonces publiques d'événements importants, les marchés boursiers réagissent par des rendements anormaux (positifs ou négatifs), quelles que soient les pratiques d'affaires déployées. De plus, Desrochers (1989) raconte que les investisseurs arriment leurs anticipations sur ces entreprises, et ce, en fonction des informations reçues, et apportent des modifications sur les transactions des titres financiers de sorte qu'elles reflètent leur perception de création de valeur.

## **1.0**

### **1.2 Les stratégies et pratiques d'affaires des firmes biomédicales canadiennes**

Selon Macena (2010), de la recherche fondamentale à la commercialisation d'un médicament, le processus de valorisation des pratiques d'affaires des entreprises biomédicales se décompose en quatre étapes et sous-étapes. Les quatre étapes principales sont : a) les recherches fondamentale et appliquée; b) le développement du médicament; c) la commercialisation et d) la pharmacovigilance. L'étape du développement du médicament se décompose quant à elle en 4 sous-étapes qui sont : b.1) les tests précliniques; b.2) la demande de brevet; b.3) la recherche clinique (les phases I, II et III) et b.4) la demande d'autorisation de mise en marché. Toujours selon Macena (2010), à chacune de ces étapes et sous-étapes, les dirigeants ont le choix de continuer le processus de développement du médicament, d'arrêter ce processus ou de vendre la technologie ainsi développée. De plus, il est possible de signer des ententes de partenariat, de créer des alliances ou de sous-traiter des activités. Si l'entreprise décide de continuer le développement à l'interne, elle aura probablement besoin de ressources humaines, financières, ou d'expertise particulière. Étant donnée la réglementation des autorités financières, une entreprise à capital ouvert doit divulguer toute information qui peut avoir un impact significatif sur le cours boursier des actions. Dans ces circonstances, les entreprises doivent divulguer la stratégie d'affaires adoptée; une annonce qui devrait avoir des conséquences sur le cours boursier et la possibilité de levée ultérieurement des fonds. À cette fin, Macena (2010) avance que les gestionnaires doivent mettre en place des stratégies et des pratiques d'affaires qui exigent des montages opérationnels et financiers originaux. Ces stratégies et pratiques d'affaires sont regroupées dans plusieurs catégories telles que les stratégies de gouvernance, les stratégies de recherche et développement et les stratégies de commercialisation.

### **1.3 Les pratiques d'affaires en contexte des firmes biomédicales**

D'après Teece (2007) et Allaire et Firsirotu (2004), les organisations doivent constamment scruter l'environnement, rechercher et explorer de nouvelles technologies et de nouveaux marchés de façon à instaurer un ensemble de pratiques d'affaires qui reposent sur un processus servant à :

a) identifier et créer de nouvelles opportunités ; b) saisir ces opportunités et reconfigurer les ressources, et c) investir et revaloriser les ressources commerciales. Cette classification servira à regrouper les différentes stratégies d'action relevées dans la littérature.

#### **a) Identifier et créer de nouvelles opportunités**

Sous le couvert des stratégies d'action en R et D, ces pratiques servent à identifier les projets capables de créer de nouvelles opportunités d'affaires. Elles se décomposent en deux groupes. Soient les pratiques de valorisation des avancées thérapeutiques et les pratiques de valorisation des technologies biomédicales. Les premières incluent les différentes étapes du développement de médicaments, soit: aller en test préclinique, aller en test clinique I, aller en test clinique II, aller en test clinique III, et de réussir les tests cliniques I, II, III, etc. Ce sont des pratiques d'avancées thérapeutiques majeures qui répondent aux attentes des consommateurs et incitent les investisseurs à financer les recherches en cours. Dans le second groupe, Macena (2010) constate que les sociétés biomédicales utilisent certaines stratégies à des fins de valorisation de leurs portefeuilles de technologies biomédicales tels que: demander ou refuser un brevet, demander ou refuser une licence de commercialisation aux autorités réglementaires en sachant que les marchés boursiers réagissent en ajustant la valeur de l'entreprise face aux anticipations des résultats.

En ce sens, les entreprises ont été forcées de s'adapter, en tout ou en partie, aux influences des marchés boursiers qui consistent à valoriser les résultats des tests cliniques des étapes du développement des médicaments. L'obtention d'un brevet est perçue comme un actif essentiel ou stratégique qui permet à l'entreprise détentrice de négocier les droits d'utilisation, de produire ou de vendre des technologies (Cohen Goto, Nagata, Nelson et Walsh 2002), ou d'exclure toute entreprise concurrente (Combs, Mudambi, et Deeds (2006). Le brevet devrait aussi créer de la valeur et signaler aux investisseurs les développements récents de l'entreprise (Danzon *et al.* 2007). En effet, Filston et Morales (2006) et Cockburn (2006) rapportent que la signalisation d'un niveau avancé de développement se traduit par l'obtention d'une demande d'autorisation de commercialisation, créatrice de valeur ajoutée pour l'entreprise, et plus la qualité des innovations brevetées est importante, plus elles sont valorisées par les marchés boursiers. Dans ce contexte, Cohen *et al.* (2002), Filston et Morales (2006) notent que les firmes brevètent leur technologie, dans le but strict d'optimiser leur valeur de marché d'une part, en bloquant l'entrée des concurrents dans leur champ d'activités, de façon à sécuriser leur position dominante dans les trajectoires concernées. D'autre part, en permettant aux entreprises d'échanger leur technologie, soit en négociant les droits d'utilisation avec les autres entreprises, soit en empêchant aux autres entreprises de les contrefaire.

## **b) Saisir ces opportunités et reconfigurer les ressources**

Une fois que les opportunités ont été identifiées, il s'agit pour la gouvernance de déployer ses stratégies créatrices de valeur, soit de trouver du financement, d'investir, de signer différents accords ou différentes ententes, etc. En effet, Macena (2010) soutient qu'un ensemble de quatre types de pratiques d'affaires transcendent la dynamique des stratégies de la gouvernance, soit pour signaler aux investisseurs la qualité des ressources de l'entreprise, soit pour reconfigurer les ressources à la recherche de nouvelles opportunités d'affaires. En effet, il observe que ces pratiques d'affaires sont capables de générer des rendements anormaux, et de fait, il distingue, notamment a) les pratiques managériales dont celles qui produisent des économies d'échelle ou de synergies (fusion et acquisition, production sous licence des produits en stade de maturité et autres); b) les pratiques collectives dont celles qui créent un pouvoir de marché (les partenariats, la coentreprise, les alliances stratégiques et autres); c) les pratiques organisationnelles, celles qui impliquent un leadership managérial (nomination des dirigeants, les chercheurs notoires et qui mènent à la diversification et au redéploiement des actifs (restructuration, réingénierie et autres); et d) les pratiques de financement, celles qui conduisent à l'émission des actions, de la dette, du capital de risque et autre.

Allaire et Firsirotu (2004) et Teece (2007) notent que les stratégies de gouvernance couvrent l'ensemble des mécanismes organisationnels qui ont pour but d'influencer les décisions des dirigeants afin de créer un espace discrétionnaire, de réduire la vulnérabilité de l'entreprise et, de s'assurer la viabilité opérationnelle afin de maximiser la création de valeur de l'entreprise. D'après ces auteurs, les dirigeants utilisent ces pratiques afin de contrôler et d'exploiter les ressources convoitées. En ce sens, le lien entre les stratégies de gouvernance et les marchés boursiers est aussi signalé dans les travaux de Campos, Newell et Wilson (2002) sur les stratégies de gouvernance, de Porter (2001, p. 12); Hamel (2002) et Osterwalder, Pigneur et Tucci (2005), de Lecocq, Demil et Wamier (2006) et de Rasmussen (2007) sur les modèles d'affaires, de Magretta (2002) sur les liens entre l'information financière et la performance boursière, de Hagedoom et Duysters (1999); Gulati (1999) et Audretsch (2001) et Hagedoom et Sadowski (1996) et d'Hagedoom et Narula (1996) sur les accords de partenariat et de prise de participation. D'après ces auteurs, l'adoption et l'implantation de ces différentes pratiques d'affaires se placent sous le thème de la gouvernance et les stratégies de gouvernance sont fondamentales à l'existence de mécanismes de coordination qui régissent les règles du jeu de l'industrie (Danzón et al. (2007)). Selon eux, les pratiques d'affaires recèlent certaines informations et elles sont soumises aux effets spéculatifs des marchés boursiers dans le but de valoriser les ressources qu'elles contiennent. D'après Hitt, Gimeno et Hoskisson (1998), les investisseurs modélisent ces annonces et les évaluent en termes d'opportunités d'affaires. Dans ce contexte, la stratégie de gouvernance devient un facteur clé de succès capable de contribuer à la performance des entreprises.

### **c) Investir et revaloriser les ressources commerciales**

Cette stratégie, investir et revaloriser les ressources commerciales nous ramènent aux deux grandes pratiques d'affaires en commercialisation des produits biomédicaux à savoir: les pratiques concurrentielles et les pratiques commerciales. D'après Combs *et al.* (2006) et Dimasi, Hansen et Grabowski (2003), ces pratiques permettent aux entreprises biomédicales de se doter d'une certaine taille critique afin d'affronter plus facilement la concurrence sur les marchés étrangers dont les États-Unis. Elles constituent essentiellement des stratégies de revalorisation de produits et des dépenses d'investissement dans les capacités de production, les activités stratégiques, les stratégies de diversification de marchés, les gammes et de différenciation de produits. Selon eux, les dépenses émanant des pratiques commerciales ont été multipliées par trois ainsi que les campagnes de promotion, les études de marché, le positionnement concurrentiel. D'après Seget (2007), les firmes biomédicales ont ciblé deux grandes stratégies, soit l'expansion géographique en investissant dans les stratégies de différenciation de marché ou les activités stratégiques sur de nouveaux marchés, soit la création de nouveaux marchés de nouvelles molécules par des stratégies de maintien d'une gamme de portefeuille d'innovation technologiques. D'autre part, elles investissent dans des programmes de spécialisation des sites capables d'assurer une production par spécialité. Plusieurs facteurs ont changé les pratiques d'aborder et d'informer les clients dans l'industrie.

Face aux nouveaux enjeux, de nouvelles pratiques commerciales modernes sont apparues, dont: celle du *Switch «Rx-to-OTC»* avec de nouvelles approches promotionnelles, des changements dans les relations - clients. Ainsi, le marché des médicaments OTC offre, non seulement, une opportunité de diversification, mais des stratégies pour prolonger le cycle de vie des médicaments, et faire face à la concurrence générique. De plus, l'identification et la création de nouvelles opportunités peuvent se manifester sous forme de pratiques concurrentielles telles qu'effectuer un rappel de produits (Koku *et al.* (1997)); introduire de nouveaux produits (Chaney *et al.* (1991); Lee *et al.* (2000)); se positionner dans les marchés à forte croissance; revaloriser les produits; repositionner de produits (Combs *et al.* (2006)).

## **2.0 Les hypothèses de recherche**

Selon Teece (2007), l'équipe dirigeante est la pierre angulaire pour toutes les pratiques d'affaires discutées jusqu'à présent. Leur proactivité se fonde sur leur capacité à se projeter dans le futur afin d'appliquer les règles du jeu stratégique de l'industrie permettant à leur entreprise de s'engager dans de nouvelles voies et saisir les opportunités. Dans ce contexte, il soutient que l'équipe dirigeante construit la confiance dont les investisseurs ont besoin pour réconcilier leur objectif d'investissement et les priorités stratégiques de l'entreprise. Selon les travaux de Chan, Kensinger, Kown et Martin (1997); de Garette et Dussauge (1995); d'Austin (2001) et de Campart

et Pfister (2001, 2003) soutiennent que les marchés boursiers réagissent positivement aux annonces des mouvements concurrentiels dans les pratiques relatives à la R et D. Allaire et Firsirotu (2004 pp. 2-4) notent que les mouvements concurrentiels sont aussi introduits comme des ressources capables de réduire la vulnérabilité de l'entreprise tout en consolidant ses sources d'incertitude. Dans un tel contexte, Grant (1991 p. 119) constate que les dirigeants développent ces pratiques d'affaires en R et D, dans le but de rendre ces ressources idiosyncrasiques; ce rendrait leur remplacement plus coûteux et ainsi augmenter leur pouvoir d'attraction sur les ressources convoitées (Pfeiffer et Salancik, 1978, p. 68).

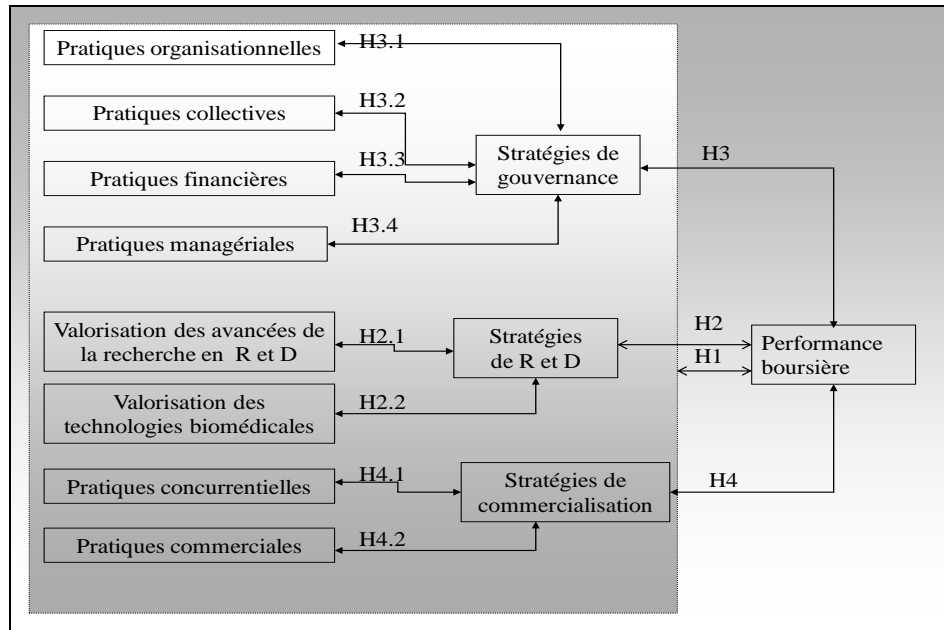
Pour Kale, Dyer et Singh (2002) et Kennedy, SivaKunar et Vetzal (2006), le marché financier est apte, en moyenne, à bien refléter les modifications de la valeur des firmes en fonctions des différentes annonces publiques concernant les stratégies et pratiques d'affaires des entreprises biomédicales. Ainsi, une stratégie ou une pratique d'affaires qui augmente (diminue) la valeur d'une entreprise générera un rendement positif (négatif) significatif lors de l'annonce et cette dernière conservera sa nouvelle valeur dans les jours qui suivent. Par contre, une stratégie ou une pratique d'affaires qui, nécessairement, sert au bon fonctionnement de l'entreprise, mais qui ne modifie pas les anticipations des actionnaires, n'obtiendra pas de modification significative de sa valeur le jour de l'annonce, ni dans les jours subséquents.

## **2.1. Le modèle conceptuel de la recherche**

Afin d'étudier les liens entre la performance boursière, les stratégies d'action et les pratiques d'affaires des entreprises biomédicales canadiennes, nous présentons de façon détaillée à la figure 1 le modèle conceptuel de la recherche selon la théorie de la structuration de Giddens (1984). En effet, cette théorie offre un modèle structure (forme) et structurant (processus) permettant d'évaluer la performance des entreprises biomédicales. Ainsi, le modèle se compose, notamment a) d'un module de performance boursière, la variable dépendante; b) les pratiques d'affaires comme variables indépendantes; c) les stratégies d'action comme variables de contrôle et d) des liens d'interaction qui impulsent la dynamique du jeu concurrentiel (annonce de prise de décision qui influence le fonctionnement du marché) et qui permettent à la firme de revaloriser les facteurs déterminants dans l'appréciation d'une plus-value de l'entreprise suite aux anticipations des investisseurs boursiers. Ainsi, les hypothèses que nous vérifierons se résument dans la figure 1.

H1: Toutes choses étant égales par ailleurs, il existe une relation entre les stratégies d'action des entreprises biomédicales canadiennes et la performance boursière, de telle sorte que lors des annonces publiques d'information, les marchés boursiers canadiens réagissent avec des rendements anormaux moyens (RAM) significatifs.

Figure 1 : Hypothèses sur les stratégies et pratiques d'affaires.



Selon Giddens (1984, p. 173), l'idée fondamentale de cette structuration est que les structures (stratégies d'action) peuvent être définies comme un ensemble de règles ou de ressources en regroupant les activités (pratiques d'affaires) dans la mesure où celles-ci les organisent en leur donnant un sens, une finalité. De même, les structures (stratégies d'action) d'une organisation n'existent pas indépendamment des activités (pratiques d'affaires) des stratégies qui les constituent. Axée sur une boucle de rétroaction composée des pratiques d'affaires, des stratégies d'action et de la performance, Giddens (1984) exprime le fait que dans toute organisation ou tout système d'actions, des acteurs individuels ou collectifs mobilisent des règles et des ressources pour produire et reproduire leurs activités dans un système stratégique regroupant un espace organisé des relations récurrentes ou un système organisant (relation entre les stratégies d'action et les pratiques d'affaires) et organisé (la performance). Comme nous l'observons, les stratégies et pratiques d'affaires sont regroupées en trois catégories soient les stratégies de gouvernance, les stratégies de recherche et développement et les stratégies de commercialisation. Ces catégories se déclinent en plusieurs stratégies et pratiques d'affaires.

## 2.2. Le cadre méthodologique

Selon la recension des écrits, il existe deux familles de pensée pour caractériser la propriété d'une information sur les marchés boursiers. La première est celle de Fama (1970) où les cours de bourse reflètent « complètement » l'information disponible à chaque instant. La seconde famille est issue de la définition de Jensen (1978), et fait référence à la profession des gestionnaires

d'actifs: « les gestionnaires professionnels ne pourraient réaliser de gains qualifiés d'« anormaux » en adoptant une politique de gestion active d'achats et de ventes de titres sur la base de leur ensemble d'information ». L'articulation de ces définitions a toutes deux des conséquences sur l'hypothèse d'anticipations rationnelles. En effet, cette hypothèse consiste à affirmer que les investisseurs se comportent à chaque instant de manière optimale compte tenu de leur ensemble d'information, et transmettent ainsi ces informations aux prix. Les gains ou les rentabilités anormales correspondent aux excédants des rentabilités anticipées sous l'hypothèse d'anticipations rationnelles. Dans cette perspective, un marché efficace au sens informationnel est considéré comme un marché rationnel même si les cours peuvent s'écarter temporairement de la valeur fondamentale en raison de frais de courtage, de bulles spéculatives, ou encore d'ordres de marché de la part d'un sous-groupe d'investisseurs aux opinions particulièrement versatiles ou devant faire face à des besoins soudains de liquidité.

Pour Fama (1965), les signaux extrinsèques déconnectés des fondamentaux économiques doivent être, dès lors qu'ils influencent les anticipations des investisseurs, soient pleinement incorporés dans l'ensemble des informations disponibles, de sorte que leur influence sur les cours ne peut pas être considérée comme étant la preuve que les marchés sont inefficaces au sens informationnel de la finance. Comme la versatilité des anticipations des investisseurs peut néanmoins provoquer une volatilité importante des cours en raison des agrégats non financiers (représentations mentales, influence des gourous, décisions psychologiques) purement extrinsèques dans l'évaluation, Ball et Brown (1968) avancent que des signaux arbitraires peuvent influencer significativement la dynamique des cours sur des marchés parfaitement efficaces au sens informationnel et font apparaître que l'hypothèse d'efficacité informationnelle des marchés a, en définitive, un contenu prédictif extrêmement pauvre.

Face à cette contrainte, Kahneman et Tverski (1979) modélisent le comportement individuel des investisseurs et ainsi permettent de corriger a posteriori les informations obtenues par l'élimination de l'effet des biais, suite à la révélation des préférences au moyen d'enquête et d'hypothèses. D'après Charreaux, (2002, p. 13), les travaux de Kahneman et Tverski (1979), d'Hirshleifer (1987) et de Becker (1996) ont apporté des explications différentes aux déconnexions possibles entre la valeur comptable et la valeur boursière de l'entreprise. En effet, ces auteurs attestent que la valorisation de l'entreprise est fonction de la nature de la firme considérée et des méthodes de calculs. D'après eux, les compétences et les ressources doivent être évaluées correctement, car la firme a une valeur propre.

Pour arriver à cette finalité, ces entreprises utilisent des pratiques d'affaires mises en place pour soutenir les stratégies d'action servant à informer les investisseurs sur les marchés boursiers.

Selon Allaire et Firsirotu (2004), la valeur d'une entreprise n'est pas uniquement fonction de ses moyens de production ou des ressources qu'elle possède ou convoite, mais aussi, de l'aptitude de la direction à mettre en œuvre des stratégies d'action pour générer de la valeur. D'après eux, la réaction des marchés boursiers découle des anticipations des investisseurs qui leur donnent un sens, une utilité relative et une valeur. Selon Rabin (2002, p 9- 10), toute prise de décision est une réadaptation des points de référence du décideur, et à cet effet, l'individu évalue, non pas une valeur absolue, mais une valeur relative ou une valeur de référence dont il s'en sert pour construire un système de préférence stable, bien organisé et basé sur les facteurs de risque que l'entreprise représente. Selon Barberis et Thaler (2002), les variations de la valeur anticipée à court terme sont perçues plus importantes que celles à long terme étant donné que ces anomalies sont utilisées pour construire des modèles capables d'expliquer les observations sur les marchés, notamment les déviations empiriques des prédictions effectuées sur les marchés boursiers.

Dans ce contexte, la performance boursière devient une fonction de la congruence des stratégies d'action et des pratiques d'affaires dans une perspective rationaliste. Comme nous cheminons avec une approche hypothético-déductive, il devient alors nécessaire de purger, la variation du prix des autres influences et, particulièrement, des mouvements globaux de marché. À ces fins, nous développons une stratégie de recherche à partir de l'étude des événements afin de pouvoir évaluer les différents jalons composant les stratégies d'action de ces entreprises. La notion d'incertitude sur les résultats des essais cliniques des technologies biomédicales crée des anticipations qui, sur les marchés financiers, se traduisent par des opportunités d'affaires exploitées dans une logique de création de valeur. De cette façon, les modèles d'affaires de ces sociétés véhiculent des informations de nature spéculative conformément aux attentes des actionnaires et aux investisseurs boursiers. De ce contexte, les marchés boursiers représentent un mécanisme par lequel les entreprises à capital ouvert sollicitent les investisseurs de financer les ressources servant à leur croissance.

En ce sens, nous testons si les annonces de nature non financière permettent aux investisseurs de réévaluer leurs anticipations sur la valeur boursière des entreprises biomédicales. Selon cette logique, le rendement dégagé d'une annonce ou événement sur les marchés boursiers dépendra de trois facteurs : a) l'effet d'annonce, c'est-à-dire de combien varie le rendement du titre de l'entreprise sous l'effet de l'annonce, sur une période de temps donnée, et si cet effet est lui-même variable en fonction de l'époque; b) de la fenêtre de l'effet de façon à pouvoir comparer, en termes absolus, les écarts de rendements trouvés dans les différents travaux et c) l'époque de l'annonce afin de s'assurer que les cycles économiques ne viennent biaiser la qualité de l'information observée. D'ailleurs, l'étude d'Harrigan (1988); de Lev (1989), de Lev, de Healy et Papelu (2001) et Zarowin (1999) sur la publication des informations non financières, de Hammami (2003); D'Aveni et MacMillan (1990) et de McConnel, Haslem et Gibson (1988) sur les messages

du Président; de Kohut et Segars (1992) et Amir et Lev (1996) sur les réactions des investisseurs faces aux informations non financières; de Bertholet et Labelle (2007) et de Jog et Mcconomy (2003) montrent les marchés boursiers apprécient davantage l'information non financière que financière notamment le jour de l'annonce. De plus, les liens entre les annonces non financières et la performance boursière sont aussi soulignés dans les travaux de Scherer (2007) sur la protection des brevets, de Healy, Myers et Howe (2002) et de Hall, Jaffe et Trajtenberg (2005) sur la capitalisation des frais de R et D et tendent à corroborer les recherches antérieures à ce que les marchés boursiers réagissent davantage aux annonces non financières que financières.

Fama (1965) a établi formellement une relation entre efficacité de l'information observée et la valeur fondamentale intrinsèque des entreprises: « un marché boursier est dit informationnellement efficace si, par rapport à toute l'information disponible, les cours des titres sont de bons estimateurs de la valeur intrinsèque des sociétés qu'ils représentent ». Selon cette définition, la propriété d'efficacité informationnelle du marché contient donc nécessairement l'idée selon laquelle, pour évaluer correctement les sociétés, les investisseurs professionnels disposeraient d'un cadre pour modéliser l'évaluation des actifs financiers. De plus, il faudrait que les évaluateurs se soient accordés sur l'usage de ce modèle, dans le sens où le prix d'équilibre à une date donnée, ou encore le prix arbitré, serait celui pour lequel les investisseurs pourraient considérer qu'il n'y aurait plus d'arbitrage possible à faire, relativement à la valeur théorique issue de ce modèle.

À cette fin, nous entendons vérifier si de nouvelles informations sur les pratiques d'affaires sont susceptibles de modifier les anticipations des investisseurs ou si, au contraire, elles n'ont aucun effet, soit parce que les investisseurs l'ont déjà anticipé, soit parce que le contenu informationnel est sans valeur pour le marché. Dans le cadre de cette recherche, nous nous intéresserons qu'à l'étude d'événement par les rentabilités anormales. Ainsi, nous présenterons dans cette section, la méthodologie de recherche permettant d'évaluer, à la section suivante, les hypothèses qui la sous-tendent. Pour ce faire, nous introduirons la notion d'événement et nous tenterons d'expliquer l'intérêt d'utiliser cette méthodologie. Puis, nous présentons l'approche méthodologique du calcul des rendements anormaux moyens (RAM) permettant de mesurer l'impact de la réaction des marchés boursiers.

Selon Campbell, Lo et McKinlay (1997), les racines de la méthodologie d'événements remontent aux années 30. Leurs apports résident dans l'élimination de l'influence des prix sur le marché et dans la séparation des événements confondus. Beaver (1968), puis Fama *et al.* (1969) ont introduit cette méthodologie et ont analysé le contenu informatif des bénéfices. Afin de tester les hypothèses précédentes (figure 1), la méthodologie des études d'événements a été retenue et les calculs seront effectués à partir du modèle de marché. En ce sens, une annonce publique n'aura une valeur informative que si elle influence les anticipations des investisseurs sur les marchés boursiers,

soit à la hausse ou à la baisse. La stratégie de recherche consiste à se concentrer sur le comportement du cours de l'action autour de la date d'événement, d'en tirer une mesure statistique (RAM), tout en collectant le même type d'information pour différents événements similaires et d'en juger l'impact via des tests statistiques.

D'après Campbell *et al.*, (1997), cette méthodologie se compose de quatre étapes. La première consiste à décrire la méthodologie afin d'établir le calcul des rendements anormaux, notamment, la différence entre les rendements observés sur les marchés et les rendements théoriques (modèle de marché). La deuxième étape consiste à identifier les événements à partir d'une base de données (plan d'échantillonnage) ayant un impact sur les cours boursiers. La troisième étape est consacrée au calcul et aux tests des rendements anormaux. Donc, nous entendons procéder à l'estimation d'une période qui servira de référence pour chaque titre et chaque événement. Pour ce faire, nous avons retenu une période d'estimation de 150 jours antérieurs au jour de l'annonce afin de pouvoir calculer l'indice du risque systématique du titre, soit le bêta ( $\beta$ ) et le rendement observé du titre sans risque, soit l'alpha ( $\alpha$ ). Les travaux de Brown et Warner (1980) confirment que ce délai permet, en général, d'obtenir des résultats performants. Ensuite, nous calculerons, pour chaque titre et chaque événement, les rentabilités anormales ainsi que les rendements anormaux moyens observés pendant la période d'estimation des événements.

Au niveau des calculs, nous allons rechercher un degré de signification statistique, à partir des tests de Student, et ce, dans le but strict d'analyser l'évolution de la volatilité. La dernière étape mettra l'accent sur l'analyse des résultats. Afin de tester la validité empirique des pratiques d'affaires, la méthodologie de l'étude d'événements a déjà été utilisée dans le secteur biomédical, sous l'hypothèse d'efficience des marchés boursiers, notamment: dans les travaux de Sundaran et John (1996); d'Austin (2000) et de Chen, Ho et Ik (2005), et ce, dans le but d'évaluer la performance boursière lors des avancées technologiques. Cette méthodologie consiste à évaluer l'impact d'un événement particulier sur la valorisation boursière d'une ou plusieurs firmes, en mesurant l'écart existant entre la rentabilité réelle de l'actif étudié et sa rentabilité théorique, écart appelé rendement anormal. De plus, nous avons évalué la persistance de la réaction sur une période de 10 journées suivant l'annonce. Cette méthodologie est développée en annexe A.

### **2.3 Le plan d'échantillonnage**

Dans le cadre du plan d'échantillonnage, nous avons observé que les grandes entreprises biomédicales publient énormément de communiqués par rapport (à la fréquence) aux autres entreprises. De fait, certains travaux, dont ceux de Brown et Warner (1980), montrent que la variance des rentabilités anormales moyennes (RAM) peut être influencée par plusieurs facteurs,

tels que la fréquence des dépêches et la taille des entreprises. En ce sens, notre modélisation tient compte de ce constat et permet ainsi de calculer une variance pour chaque date  $t$  de la fenêtre d'événement. Afin d'éviter certains biais relatifs à la taille et à la fréquence de communiqués dans les résultats, nous avons exclu les grandes firmes pharmaceutiques de l'échantillonnage et ce, en fonction de leur taille et de leur fréquence de divulgation. Ainsi, nous avons retenu 89 entreprises et 3617 événements classés par date, par pratiques d'affaires, par entreprise et par catégorie pour constituer le terrain de recherche. D'abord, nous avons constaté que, parfois, certaines entreprises émettent plus d'un communiqué sur un même événement. Si l'événement présente des retombées positives, une autre dépêche reprendra l'événement avec un autre aspect (avantages relatifs) afin d'augmenter le nombre de parutions dans les journaux. Si l'événement présente des retombées négatives, l'entreprise publiera un autre communiqué ayant de retombées positives, soit le même jour ou le jour suivant, de manière à influencer la rationalité des investisseurs boursiers.

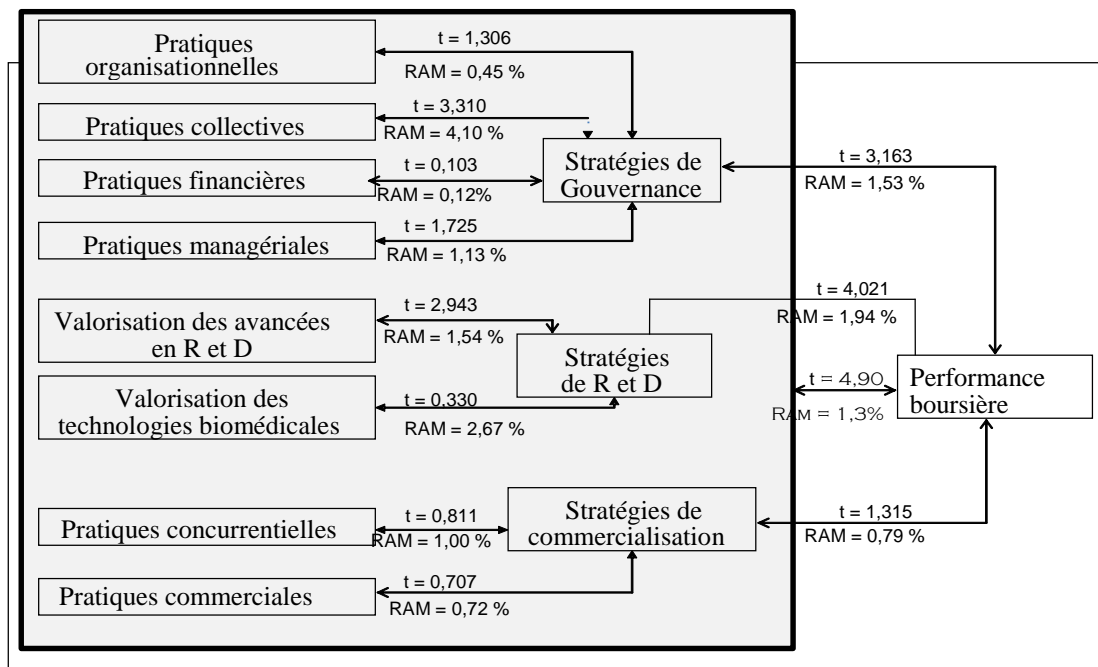
Afin d'éliminer les biais associés à l'identification et à la nature d'un événement, nous avons éliminé tous les chevauchements d'événements ayant la même date, pour une même entreprise. Et pour éviter que les estimations ne soient contaminées par d'autres événements (annonce de résultats, dividendes, procès, etc.), nous avons éliminé tous les événements non isolés, c'est-à-dire, les événements survenus dans les cinq jours suivant la date d'événement. Cette précaution nous a conduits à éliminer certaines firmes et certains événements. Ainsi, le plan d'échantillonnage (base de données finale) se compose de 86 entreprises, dont 46 pratiques d'affaires et 2295 publications d'événements. La période retenue pour le choix d'événements débute le 1<sup>er</sup> janvier 2004 et se termine le 31 octobre 2007 et fut caractérisée par une reprise timide après la chute boursière de 2001.

### **3.0 Analyse des résultats**

A l'instar de différentes études, nous observons que, dans un premier temps, l'ensemble des stratégies et pratiques d'affaires génèrent des rendements anormaux moyens significatifs de 1,63% au jour de l'annonce tels que présentés à la figure 2. A cet égard, nous soutenons que les marchés boursiers canadiens sont efficaces et qu'ils ont réagi de façon significative aux stratégies d'action des entreprises biomédicales canadiennes. Les actionnaires peuvent interpréter ces annonces comme des signaux forts envoyés par les dirigeants, d'une part, pour leur fournir de l'information concevant la qualité de leurs stratégies d'action et d'autre part, pour améliorer leur efficacité informationnelle sur les marchés, afin de permettre à l'entreprise de générer de la valeur. Les observations soutiennent que ces pratiques et stratégies d'affaires sont au centre des actions de ces entreprises conformément aux travaux de Campart et Pfister (2001) et d'Austin (2000), sur les

stratégies d'action de valorisation de la R et D, de Campart et Pfister (2007) sur les pratiques de partenariat.

La figure 2 : ci-dessous présente les principaux résultats concernant nos hypothèses.



Ces résultats se déclinent en fonction des différents types de stratégies employées afin de valoriser les entreprises. L'ensemble des stratégies de gouvernance modifient les anticipations des investisseurs lors de leurs annonces en générant un rendement anormal moyen significatif de 1,53%. Les stratégies de gouvernance regroupent quatre catégories. Parmi celles-ci, les pratiques collectives montrent un rendement anormal moyen significatif de 4,10%. En Annexe 2, nous observons que parmi les différentes pratiques, les alliances stratégiques sont très créatrices de valeur avec un rendement anormal moyen significatif de 6,02% au jour de l'annonce et qui persiste dans les jours suivants. Quant aux autres pratiques collectives, elles ne semblent pas créer de valeur en moyenne lors de l'annonce. Cela est conforme au fait que les entreprises biomédicales, compte tenu des particularités de l'industrie, peuvent améliorer leur situation en s'alliant avec d'autres entreprises complémentaires. Concernant les autres pratiques des stratégies de gouvernance, peu d'entre elles sont créatrices de valeur de façon significative. On remarque seulement que l'embauche d'un chercheur produit un rendement anormal significatif de 2,01% et qui est persistant dans les jours qui suivent. L'Annexe 2 présente les résultats des autres pratiques liées à la gouvernance.

Concernant les stratégies et pratiques d'affaires portant sur la recherche et développement, celles-ci modifient significativement les anticipations des investisseurs lesquelles font augmenter le prix des titres financiers. Nous observons un rendement anormal moyen significatif de 2,94% le jour de l'annonce. L'analyse détaillée des différentes pratiques, est présentée en Annexe 3. L'observation des résultats nous confirme que lors du développement des médicaments, le fait d'aller en phase I (1,92%) et II (2,80%) crée de la valeur. L'analyse de la réaction des investisseurs lors de l'annonce des résultats des tests précliniques, de phase I, II et III sont mitigés (voir Annexe 3).

Les résultats des tests précliniques ne modifient pas les anticipations des investisseurs. Par contre, la réussite du test de phase 1 (4,48%) est significative. Ceci n'est pas une stratégie en soi, mais ce résultat peut signaler aux investisseurs que la firme ira en phase II, ou elle développera un partenariat ou vendra simplement la molécule. Ce résultat ne se répète pas lors de la réussite de la phase II. Ce qui est surprenant, c'est la réaction non significative, et contraire aux attentes, des investisseurs lors de l'annonce d'aller en phase III. Ceci laisse croire que ces tests, en moyenne, sont trop coûteux pour créer de la valeur compte tenu de la probabilité de réussite de ces tests. De plus, même si le test est réussi, le marché ne réagit pas significativement.

L'ensemble des stratégies et pratiques d'affaires liées à la valorisation des techniques biomédicales n'est pas significative. Cependant, l'obtention d'une licence de commercialisation semble modifier les anticipations des investisseurs en générant un rendement anormal moyen de 3,91% significatif et persistant dans les jours suivant l'annonce. Les autres pratiques d'affaires ne sont pas significatives. L'Annexe 4 présente les résultats détaillés sur les pratiques de valorisation des technologies biomédicales.

Les stratégies axées sur la commercialisation ne sont pas génératrices de valeur selon l'ensemble des investisseurs de notre échantillon. Ces derniers ne voient pas l'avantage d'élaborer des pratiques commerciales ou concurrentielles. Cela peut s'expliquer par le fait que, lorsque les phases de valorisation de la recherche sont à terme, la commercialisation des médicaments ou autres produits, est dictée par la réglementation tant sur les prix que sur la distribution. L'Annexe 5 présente les résultats détaillés.

#### **4.0 Conclusion**

Selon l'analyse effectuée, les enjeux liés à certaines pratiques d'affaires apparaissent pertinents quand leurs impacts sur les cours boursiers sont importants. De fait, la volonté des dirigeants était d'associer, d'une part, les investisseurs à la performance économique de leur entreprise et, d'autre part, de stimuler leurs efforts grâce aux avantages financiers qui sont rattachés

à leur richesse personnelle. Toutefois, Pigné (1997) admet une limite selon laquelle les marchés boursiers réagissent positivement à l'annonce d'un nouveau dirigeant, s'ils estiment que le changement permettra de redresser la situation. En effet, selon les résultats présentés, le marché a réagi négativement avec un RAM négatif et non significatif de 0,19%, ce qui porte à croire que l'arrivée d'un dirigeant est jugée négativement parce que cela amène une modification dans la stratégie de l'entreprise.

En permettant aux investisseurs de valoriser certaines pratiques d'affaires, les dirigeants signalent aux investisseurs une juste appréciation de la réalité économique de l'entreprise qui leur confère certains avantages stratégiques, notamment : a) un renforcement de la crédibilité du management; b) la capacité d'attirer les investisseurs à long terme; c) un meilleur suivi du titre par les analystes; d) une plus grande facilité d'accès aux marchés des capitaux; e) une meilleure valorisation boursière et f) un affinement d'outils de pilotage, en établissant systématiquement la corrélation entre les indicateurs de performance utilisés à l'interne et la création de valeur, telle que mesurée par les marchés. Cette recherche comporte nécessairement certaines limites. Son objectif était d'identifier les pratiques d'affaires les mieux valorisées par les marchés boursiers. Dans cette optique, si une période d'observation plus longue avait été utilisée, à savoir, au moins, une dizaine d'années, on aurait probablement disposé d'un plan d'échantillonnage plus grand, qui permettrait d'observer les pratiques d'affaires, dont le nombre d'événements était insuffisant. On a travaillé certes, avec une méthodologie valide, fiable, rigoureuse et reconnue. Toutefois, on ne peut pas étendre les résultats à l'ensemble des entreprises, on ne peut que les approximer.

## **5.0 Références Bibliographiques**

- Abrahamson, E. et Fairchild, G. (1999). Management Fashion: Lifecycles, Triggers, and Collective Learning Processes. *Administrative Science Quarterly*, 44(4), 708-741.
- Allaire, Y. et Firsirotu, M. (2004). *Stratégies et Moteurs de performance : Les défis et les rouages du leadership stratégique*. Montréal: Les Éditions Chenelière McGraw-Hill.
- Allaire, Y. et Firsirotu, M. (2009). *Plaidoyer pour un nouveau capitalisme*. Texte tiré et adapté du livre : Black Markets and Business Blues. Montréal : Université John Molson Concordia, Institut de la gouvernance des organisations privées et publiques.
- Amir, E. et Lev, B. (1996). Value Relevance of Non-Financial Information: The Wireless Communications Industries. *Journal of Accounting and Economic*, 22(1-3), 3-30.
- Audretsch, D.B. (2001). The Role of Small Firms in U.S. Biotechnology Clusters. *Small Business Economics*, 77(1-2), 3-15.

- Austin, D.H. (2000). *Patents, spillovers, and competition in biotechnology*. Discussion Paper 00-53. Washington, DC: Resources for the Future. Saisie le 5 sept 2005, de [http://www.rff.org/disc\\_papers/pdf\\_files/0053.pdf](http://www.rff.org/disc_papers/pdf_files/0053.pdf).
- Axley, S. (1984). Managerial and organizational communication in terms of the conduit metaphor. *Academy of Management Review*, 9(3), 428-437.
- Ball, R. et Brown P. (1968). An empirical evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159-178.
- Barberis, N. et Thaler, R. (2002). *A Survey of Behavioral Finance*. (W P Series, n° W9222). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Barney, J (1991), Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*, 17, 99-120
- Baumard, P. (2000). *Analyse Stratégique, mouvements, signaux concurrentiels et inter dépendance*. Paris: Les Éditions Dunod, Coll. Gestion SUP.
- Beaver, W. (1968). The information content of annual earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, 6(3), 67-92.
- Becker, G. S. (1996). *Accounting for Tastes*. Cambridge, MA: Harvard University Press
- Berthelot, S. et Labelle R. (2007). *Pertinence de l'information financière et non financière relative à la recherche et au développement*. In Actes du Congrès annuel de l'Association canadienne des professeurs de comptabilité, Halifax, juin 2007.
- Botosan, C. (1997). Disclosure Level and the Cost of Equity Capital. *The Accounting Review*, 72(3), 323-349.
- Bourdieu, P. (1998). *The State Nobility: Elite Schools in the Field of Power* (Trad, par Lauretta C. Clough, 3e ed). Stanford, CA: Stanford University Press (1er ed. 1989).
- Bourdieu, P. (2000). *Les structures sociales de l'économie* Collection Liber, Paris : les Edition du Seuil.
- Bourque R. et Thuderoz C. (2002), *Sociologie de la négociation*, Éditions La Découverte, Paris,.
- Brouthers, K D. et Nakos, G. (2004). SME entry mode choice and performance: A transaction cost perspective. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28(3), 229- 247.
- Brouthers, K.D. (2002). Institutional, Cultural and Transaction Cost Influences on Entry Mode Choice and Performance. *Journal of International Business Studies*, 33(2), 203-222.
- Brown, S. and J. Warner, (1980). Measuring security price performance, *Journal of Financial Economics* 8, 205-258.

- Campart, S. et Pfister, E. (2001). Innovation et Marchés Financiers l'Impact des Avancées Thérapeutiques sur les Rentabilités Boursières des Firmes Pharmaceutiques. *Banque et Marchés*, 54(1), 47-55.
- Campart, S. et Pfister, E. (2007). The value of interfirm coopération: an event-study of new partnership in the pharmaceutical industry. *Economics of innovation and new Technology*, 6(3), 3-5.
- Campart, S. et Pfister, E. (2008). Course technologique et valeur boursière : une étude d'évènements basée sur l'industrie pharmaceutique. *Revue économiques*, 59(\), 307-329.
- Campart, S. et Pfister, E. (2003) *The value of interfirm cooperation: an event study of new partnership announcements in the pharmaceutical industry*. Saisie le 31 mars 2005, de <http://www.univ-nancy2.fr/RECHERCHE/EcoDroit/DOWNLOAD/docpfister/campartpfister03.pdf>.
- Campbell, J. Y., Lo, A. W., and McKinlay, A. C. (1997). *The Econometrics of Financial Markets*. Princeton, New Jersey: Princeton University Press.
- Campos, C.E., Newell, R.E. et Wilson, G. (2002). Corporate governance develops in emerging markets. *McKinsey on Finance*, 63(3), 15-18.
- Cassiman, B. et Veugelers, R. (2002). R&D cooperation and spillovers: some empirical evidence from Belgium. *American Economic Review*, 92(4), 1169- 1184.
- Chan, S., Kensinger, J., Kown, A. et Martin, J. (1997). Do Strategic Alliances Create Value. *Journal of Financial Economics*, 46(2), 199-221.
- Chandrasekaran, D. et Tellis G. J. (2008). The Global Takeoff of New Products: Culture, Wealth, or Vanishing Differences forthcoming. *Marketing Science*, 27(5), 844–860.
- Chandrasekaran, D. et Tellis, G. J. (2007). Diffusion of New Products: A Critical Review of Models, Drivers, and Findings. *Review of Marketing*, 1(\), 39-80.
- Chaneaux, G. (1997). Modes de contrôle des dirigeants et performances des firmes. In G. Chaneaux (dir.). *Le gouvernement des entreprises : Théories et faits (p. 17- 54)*. Paris : Les Éditions Economica, Coll. Recherche en Gestion.
- Chaneaux, G. (2002). L'actionnaire comme apporteur de ressources cognitives : Dossier special. *Revue Française de Gestion*, 25(141), 77-107.
- Chaney, P. K. et Devinney, T. M. (1992). The Impact of New Product Introductions on Market Value of Firms. *Journal of Business, Finance and Accounting*, 19(5), 677-695.
- Chaney, P.K., Devinney, T.M. et Winer, R.S. (1991). The Impact of New Product Introductions on the Market Value of Firm. *Journal of Business*, 64(4). 573-610.

- Chen, M. J. et Hambrick, D. C. (1995). Speed, stealth and selective attack: How small firms differ from large firm's competitive behaviour? *Academy of Management Journal*, 38(2), 453-482.
- Chen, M. J. et Mac Millan, I.C. (1992). Non response and delayed response to competitive moves: the role of competitor dependence and action irreversibility. *Academy of Management Journal*, 35(3), 539-570.
- Chen, M. J., Smith K. G. et Grimm C. M., (1992). Action characteristics as predictors of competitive responses. *Management Science*, 38(3), 439-455.
- Chen, S. S., Ho, k. et Ik, k. (2005). The Wealth effect of New Product introductions on industry rivals. *The Journal of business*, 78(3), 969-996.
- Chen, S. S., Ho, k., Ik, k. et Lee, C. (2002). How does Strategic Competition affect firm values. *Financial Management*, 31(2), 5-22.
- Chesbrough, H.W. (2006). *Open business models: how to thrive in the new innovation landscape* (2e ed.). Boston, MA: Harvard Business School Press, (1re ed. 2003).
- Cockburn, I. (2006). Is the pharmaceutical industry in a productivity crisis? In Adam Jaffe, Joshua Lerner and Scott Stern (dir.). *Innovation Policy and the Economy*, 7(2), 1-32.
- Cohen, W. M., Goto, A., Nagata A., Nelson R. et Walsh J. (2002). R&D spillovers, patents and the incentives to innovate in Japan and the United States. *Research Policy*, 31(8-9), 1349-1367.
- Cohen, W., Nelson, R. et Walsh, J. (2000). *Protecting Their Intellectual Assets: Appropriability Conditions and Why U.S. Manufacturing Firms Patent* (Or Not). Saisie le 27 février 2007, de [http:// www.dklevine.com/archive/cohensurvey.pdf](http://www.dklevine.com/archive/cohensurvey.pdf).
- Combs, J. E. et Deeds, D. L. (2000). International alliances as sources of capital: Evidence from the biotechnology industry. *Journal of High Technology Management Research*, 2(2), 235-253
- Combs, J. E., Mudambi, R. et Deeds, D. L. (2006). An examination of the investments in U.S. biotechnology firms by foreign and domestic corporate partners. *Journal of Business Venturing*, 21(4), 405-428.
- Coriat, B., Orsi, F. et d'Almeida, C, (2006). Trips and the international public health controversies: issues and challenges. *Industrial and Corporate Change*, 15(6), 1033-1062.
- Crozier, M. (1973). The Problem of Power. *Social Research*, 40(2), 211-228.
- Crozier, M. et Friedberg E. (1977). *L'acteur et le système*. Paris : Les Éditions Le Seuil.
- Cyert, R.M. et March J.G. (1963). *A Behavioral Theory of the Firm*. Englewood Cliffs, CA: Prentice-Hall.

- Daniel, K., Hirshleifer, D. et Subrahmanyam, A. (1998). Investor Psychology and Security Market under - Overreaction. *Journal of Finance*, 53(2), 1893-1885.
- Danzón, P., Epstein, A. et Nicholson, S. (2007). Mergers and acquisitions in the pharmaceutical and biotech industries. *Managerial and Decision Economics*, 28(4-5), 307-328.
- D'Aveni, R. A. (2002). The Empire Strikes Back: Counter Revolutionary Strategies for Industry Leaders. *Harvard Business Review*, 80(11), 66-74.
- D'Aveni, R.A. et Mac Millan, I.C. (1990). Crisis and the Content of Managerial Communications: A Study of the Focus of Attention of Top Managers in Surviving and Failing Firms. *Administrative Science Quarterly*, 35(4), 634-657.
- De Bondt, W. et Thaler, R. (1985). Further Evidence of Investor overreaction and stock market seasonality. *Journal of Finance*, 42(3), 557-582.
- De Carolis, D. et Deeds D. (1999). The Impact of Stocks and Flows of Organizational Knowledge on Firm Performance: An Empirical Investigation of the Biotechnology Industry. *Strategic Management Journal*, 20(10), 953-968.
- Depret M.H., (2003). *Incertitude globale, rupture paradigmatique et dynamique industrielle. Thèse de doctorat*, Université de Lille, Lille, France. Saisie le 2 octobre 2005, de <https://iris.univ-lille.fr/dspace/bitstream/1908/738/1/50374-2003-13-14.pdf>.
- Desrochers J. (1989). *La valeur informative du bénéfice annuel en contexte canadien*. Thèse de doctorat, Université de Laval, Sainte-Foy, Québec.
- DiMasi, J., Hansen, R. et Grabowski, H. (2003). The Price of Innovation: New Estimates of Drug Development Costs. *Journal of Health Economics*, 22, mars, 151-185.
- Dussauge, P. et Garette, B. (1995). Determinants of success in international strategic alliances: Evidence from the global aerospace industry. *Journal of International Business Studies*, 26(3), 505- 530.
- Ellison, G. et Fisher-Ellison, S. (2007). *Strategic Entry Deterrence and the Behavior of Pharmaceutical Incumbents Prior to Patent Expiration*. «Working Paper», 13069. Saisie le 30 avril 2008, de <http://econ-www.mit.edu/files/887>.
- Fama E.F., Fisher L., Jensen, M. et Roll, R. (1969). The Adjustment of Stock Prices to New Information. *International Economic Review*, 9(10), 1-21.
- Fama, E. F. (1965). The Behavior of Stock Market Prices. *Journal of Business*, 37(1), 34-105.
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work, *Journal of Finance*, 25(2), 383-417.

- Ferrier, W. et Lee, H. (2002). Strategic Aggressiveness, Variation, and Surprise: How the Sequential Pattern of Competitive Rivalry Influences Stock Market Returns? *Journal of Management issues*, 14(2), 162-180
- Filston, D. et Morales, R. (2006). Equity Links and Information Acquisition in Biotechnology Alliances. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 59(1), 1-28.
- Giddens, A. (1984). *The Constitution of Society: Outline of the Theory of Structuration*. Berkeley, C A : University of California Press.
- Grandori, A. (1997). An Organizational Assessment of Interfirm Coordination Modes. *Organization Studies*, 18(6), 897-925.
- Grant, R. M. (1991). The resource-based theory of competitive advantage: implications for strategy formulation. *California Management Review*, 33(3), 114-135.
- Grant, R.M. (1996). Toward a knowledge-based theory of the firm. *Strategic Management Journal*, 17, special-hiver, 109-122.
- Grimm, C. M. et Smith, K. G. (1997). *Strategy as Action: Industry Rivalry and Coordination*. Cincinnati, OH: South-Western College Publishing.
- Grimm, J. et Grimm, W. (1992). *The Complete Fairy Tales of the Brothers Grimm*. New York: Bantam publisher.
- Gulati, R. (1999). Network location and teaming: the influence of network resources and firm capabilities on alliance formation *Strategic Management Journal*, 20(5), 397-420.
- Hafsi, T. et Hatimi, I. (2003). Changement institutionnel, strategic concurrentielle et performance : le cas de l'industrie des équipements télécommunication en Amérique du Nord. *Revue Canadienne des Sciences de l'Administration*, 21(2), 162-179.
- Hagedoom, J. et Duysters, G. (2000). *The effect of mergers and acquisitions on the technological performance of companies in a high-tech environment*. Saisie le 2 avril 2004, de <http://edocs.ub.unimaas.nl/loader/file.asp?id=182>.
- Hagedoom, J. et Narula, R. (1996). Choosing Modes of Governance for Strategic Technology empirical analysis of portfolio intenalationships and corporate financial performance. *Journal of International Business Studies*, 27(2), 265- 284.
- Hagedoom, J. et Sadowski, B. (1996). *Exploring the potential transition from strategic technology partnership to merger and acquisition* (WP 2/96-010). Saisie le 2 avril 2004, de <http://www.personeel.unimaas.nl/j.hagedoom/Default.htm>.

- Hall, B. H., Jaffe, A. D. et Trajtenberg, M. (2000). *Market value and patent citations: a first look*. (WP E00-277), Berkeley, CA: University of California, Economics Department Center.
- Hallowell, E. M. (2005). Overloaded Circuits. Why Smart People Underperform? *Harvard Business Review*, 83(1), 54-62.
- Hamel, G. (2002). *Leading the revolution: how to thrive in turbulent times by making innovation a way of life*. Boston, MA : Harvard Business School Press Edition.
- Hammami, H. (2003). *Facilite de lecture des rapports annuels : évaluation des informations comptables textuelles - résultats préliminaires du contexte italien*. Actes de l'Association Francophone de Comptabilité. Saisie le 3 octobre 2007, de [http://trebucq.u-bordeaux4.fr/AFC04\\_Hammami.pdf](http://trebucq.u-bordeaux4.fr/AFC04_Hammami.pdf).
- Harjoto, G. (2005). Inside ownership beyond the IPO: The evolution of corporate ownership concentration. *Journal of Corporate Finance*, 11(4), 661-679.
- Harrigan, K. R. (1988). Strategic alliances and partner asymmetries. *Management International Review*, 9(4), 53-73.
- Healy, P. M. et Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure and the capital markets. A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 3/(1-3), 405-440.
- Healy, P. M., Myers, S. et Howe C. (2002). R&D accounting and the trade-off between relevance and objectivity. *Journal of Accounting Research*, 40(3), 677- 710.
- Heaton, J. B. (2002). Managerial Optimism and Corporate Finance. *Financial Management*, 31, summer, 33-45.
- Hirshleifer, J. (1987). *On the Emotions as Guarantors of Threats and Promises*. In J. Dupre (dir). The latest on the best: Essays on evolution and optimality (p. 307- 326). Cambridge, MA: Mit Press.
- Hirshleifer, J. et Sunrahmanyam, A. (1999). Investor psychology and security market under and overreactions. *Journal of Financial Economics* 3(2), 113-137.
- Hitt, M. A., Gimeno J. et Hoskisson, R. E. (1998). Current and Future Research Methods in Strategic Management. *Organizational Research Methods*, 1(1), 6-44.
- Hubler, J. et Meschi, P. X. (2000). Alliances, acquisitions et valorisation boursière. *Revue Française de Gestion*, 131(6), 85-97.
- Hubler, J. et Meschi, P. X. (2002). Alliances internationales, accumulation d'expérience et création de valeur pour les actionnaires : le cas des coentreprises sino françaises. *Finance-Contrôle-Stratégies*, 5(3), 169-194.

- Humphreys, M. et Brown, A. D. (2002). Dress and identity: A Turkish case study. *Journal of Management Studies*, 39(1), 927-952.
- Jensen, M. (1978). Some anomalous evidence regarding market efficiency. *Journal of Financial Economics*, 6, 95 – 101
- Jog, V., et McConomy, B. J. (2003). Le Pouvoir Informationnel du Capital Immateriel et les Signaux Impact de la publication de 122 entreprises biotechnologiques et pharmaceutiques. *Journal of business, Finance and Accounting*, 30(1-2), 125- 167.
- Kale, P., Dyer, H. et Singh, H. (2002). Alliance Capability, Stock Market Response, and Long-Term Alliance Success: The Role of the Alliance Function. *Strategic Management Journal*, 23(8), 141-161.
- Kennedy, D. B., Sivakumar, R. et Vetzal, K. R. (2006). The implications of IPO underpricing for the firm and insiders: Tests of asymmetric information theories. *Journal of Empirical Finance*, 13(1), 49-78.
- Kohut, G.F. et Segars, A. H. (1992). The President's Letter to Stockholders: An Examination of Corporate Communication Strategy. *The Journal of Business Communication*, 29(1), 7-21.
- Koku, P. S., Jagpal, H. S. et Viswanath, P.V. (1997). The effect of new product announcements and preannouncements on stock price. *Journal of Market Focused Management*, 2(2), 183-199.
- Laeven, L. et Levine, R. (2007). Complex Ownership Structures and Corporate Valuations. *Review of Financial Studies*, 21(2), 579-604.
- Lavie, D. (2007). Alliance portfolios and firm performance. A study of value creation and appropriation in the U.S. software industry. *Strategic Management Journal*, 25(12), 1187-1212.
- Lecocq, X., Demil, B. et Wamier, V. (2006). Le business Model, un outil d'analyse stratégique. *L'expansion Management Review*, 123, hiver, 96-109
- Lee, H., Smith, K. G. Grimm, C. M. et Schomburg, A. (2000). Timing, order and durability of new product advantages with imitation. *Strategic Management Journal*, 21(1), 23-30.
- Lesca, H. (1996). *Veille stratégique: comment sélectionner les informations pertinentes? Concepts, méthodologie, expérimentation et résultats*. In Actes du 5ème Conférence Internationale de Management Stratégique (AIMS), Lille, 13- 15 Mai 1996
- Lev, B. et Zarowin, P. (1999). The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them. *Journal of Accounting Research*, 37(2), 353-384.

- Lev. B., (1989). On the usefulness of earnings and earnings Research: lessons and directives from two decades of empirical research. *Journal of Accounting Research*, 27, supplement, 153-201.
- Mac Kinlay, A. C, McWilliams, A. et Siegel, D. (1997). Events studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13-39.
- Macena, J-C. (2010). *Les stratégies d'action et les pratiques d'affaires dans l'industrie biomédicale canadienne: Une perspective boursière*. Thèse de doctorat, Faculté d'Administration, Université de Sherbrooke, Sherbrooke, Québec.
- Magretta, J. (2002). Why business models matter. *Harvard Business Review*, 80(5-25), 86-92.
- Malmendier, U. et Tate, G. (2002). CEO overconfidence and corporate investment. *Journal of Finance*, 60(6), 1-40.
- McConnel, D., Haslem, J. A., et Gibson, V. R. (1988). The President's Letter to stockholders: A new Look. *Financial Analysts Journal*, 42(5), 66-70.
- Meyer, A. D. (1984). Mingling Decision Making Metaphors. *Academy of Management Review*, 9(1), 6-17.
- Mishra, D. P. et Bhabra, H. S. (2001). Assessing the Economic Worth of New Product Pre-Announcement Signals: Theory and Empirical Evidence. *Journal of Product and Brand Management*, 10(2), 15-93.
- Montalban, M., Morin, F. et Raduriau, G. (2007). *La financiarisation des stratégies, transferts de risque, liquidité, propriété et contrôle*. (Cahier du GRES, n°2007- 09). Bordeaux : France, Université Montesquieu. Saisie le 2 juin 2008, de <http://beagle.u-bordeaux4.fr/gres/publications/2007/2007-09.pdf>.
- Mulherin J.H. et Boone, A. L., (2000). Comparing acquisitions and divestitures. *Journal of Corporate Finance*, 6(2), 117-139.
- Nesta, L. et Saviotti, P. (2005). The coherence of the knowledge base and innovation in the US biopharmaceutical industry. *Journal of Industrial Economics*, 53(1), 123-142.
- Nicholson, S., Danzon, P. et McCullough, J. (2003). Biotech-Pharmaceutical alliances as a signal of asset and firm quality. *Journal of Business*, 75(4), 1433-1464.
- Nissim, D. et Ziv, A. (2001). Dividend changes and future profitability. *Journal of Finance*, 56(6), 2111-2133.
- Osterwalder, A., Pigneur, Y. et Tucci, C. L. (2005). Clarifying Business Models: Origins, Present, and Future of the Concept. *Communications of the Association for Information Systems*, 16(1), 1-25.

- Pfeffer, J. et Salancik, G. (1978). *The External Control of Organizations*. New York : Harper.
- Pigé, B. (1997). *Les systèmes d'incitation à la performance : rémunération et révocation des dirigeants*. In G. Charreaux (dir.). *Le gouvernement des entreprises* (p. 241-271), Paris : Éditions Économica.
- Pisano, G. (2006). *Science Business: The Promise, the Reality and the Future of Biotech*. Boston, MA: Harvard Business School Press.
- Porter, M. E. (1980). *Competitive Advantage*. New York: The Free Press.
- Porter, M. E. (2001). Strategy and the Internet. *Harvard Business Review*, 79(3), 63- 78.
- Rabin, M. (2002). *A Perspective on Psychology and Economics*. (Working Paper N° E02-313). Berkeley, CA: Berkeley University Press. Saisie le 24 September 2008, de <http://ssrn.com/abstract=713862>.
- Rasmussen, B. (2007). *Business Models and the Theory of the Firm Pharmaceutical Industry Project*. (WP Series Juin, n° 32). Victoria, BC: Victoria University, Center for Strategic Economic Studies. Saisie le 14 octobre 2007, de [http://www.cfses.com/documents/pharma/32-Business\\_Models\\_Rasmussen.pdf](http://www.cfses.com/documents/pharma/32-Business_Models_Rasmussen.pdf).
- Reuer, Shen. (2003). The Extended Merger and Acquisition Process: Understanding the Role of IPOs in Corporate Strategy. *European Management Journal*, 21(2), 192-198.
- Reynaud J-D. (2004). *Les règles du jeu. L'action collective et la régulation sociale*, (3<sup>e</sup> éd.), Paris : Armand Collin, Collection Universitaire. (1<sup>re</sup> éd. 1989).
- Robbins-Roth, C. (2000). *From Alchemy to IPO: The Business of Biotechnology*. Cambridge, MA: Perseus Publishing.
- Rosenboom, P. et Schramade, W. (2006). The Price of Power: Valuing the Controlling of Owner-managers in French IPO Firms. *Journal of Corporate Finance*, 12(2), 270- 295.
- Rosenboom, P. et Van der Goot, T. (2005). The Effect of Ownership and Control on Market Valuation: Evidence from Initial Public Offerings in the Netherlands International. *Review of Financial Analysis*, 14(\), 43-59.
- Rosen, M. (1985). Breakfast at Spiro's: Dramaturgy and Dominance. *Journal of Management*, 11(2) 31-48.
- Sabherwal, R., et Sabherwal, S. (2007). Knowledge Management Using Information Technology: Determinants of Short-Term Impact on Firm Value. *Decision Sciences*, 36(4), 531-567.
- Sahoo, A. (2006). *Pharmaceutical Outsourcing Strategies Market expansion, offshoring and strategic management in the CRO and CMO marketplace*. London: Business Insights Ltd, Healthcare Report.

- Sankaranarayanan, R. (2007). Innovation and the Durable Goods Monopolist: The Optimality of Frequent New-Version Releases. *Marketing Science*, 26(6), 774-791.
- Scherer, F. M. (2007). *The Political Economy of Patent Policy Reform in the United States*. (KSG WP No RWP07-042). Ottawa, ON: AEI-Brookings Joint Center for Regulatory Studies. Saisie le 29 mars 2008, de <http://ssrn.com/abstract=963136>.
- Seget, S. (2007). *Winning Product Launch Strategies*. London: Business Insights Ltd.
- Shapiro, T. (1984). Managerial Communication: The View from Inside. *California Management Review*, 27(\), 157-172.
- Shefrin, H. (2001). Do investors expect higher returns from safer stocks than from riskier stocks? *Journal of Psychology and Financial Markets*, 2(4), 76-181.
- Shiller, R. J. (1997). *Why Do People Dislike Inflation* (2e ed.). In Romer, C. D & Romer, D. H. (dir.). *Reducing Inflation: Motivation and Strategy* (p. 13-69). Chicago, IL: University of Chicago Press. (1re ed. 1988).
- Smith, K. G., Grimm, C. M., Wally, S., et Young, G. (1997). Strategic groups and rivalrous firm behavior: towards a reconciliation. *Strategic Management Journal*, 18(2), 149-157.
- Smith, K.G, Grimm, CM. et Gannon, M. J. (1992). *Dynamics of Competitive Strategy*. Newbury Park, CA: Sage Publications.
- Sood, A. et Tellis, G. J. (2008). Do Innovations Really Pay Off? Total Stock Market Returns to Innovations. *Management Science*, 28(3), 442-445.
- Sorescu, A., Venkatesh, S. et Kushwaha, T. (2007). New Product Preannouncements and Shareholder Value: Don't Make Promises You Can't Keep. *Journal of Marketing Research*, 44(3), 468-489.
- Spender, J. C et Grant, R. M. (1996). Knowledge and the firm: Overview. *Strategic Management Journal*, 17, special printemps, 5-9.
- Subramaniam, C. (1997). Detecting information content of corporate announcements using variance increases: A methodological study. *Journal of Accounting, Auditing, and Finance*, 12(4), 415-430.
- Sundaram, A., et John, K. (1996). An empirical analysis of strategic competition and firm values – The case of R&D competition. *Journal of Financial Economics*, 40(3), 459-486.
- Teece, D. J. (2007). Managers, Markets and Dynamic Capabilities (2<sup>e</sup> éd.) In Helfat C.E., Finkelstein S., Mitchell W., Peteraf M.A., Singh H., Teece D.J., Winter S.D. (dir). *Dynamic capabilities: Understanding strategic change in organizations* (p. 30-45). Oxford, UK: Blackwell Publishing. (1<sup>re</sup> éd. 1990).

- Weick, K. (1993). The Collapse of Sense making in Organizations: The Mann Gulch Disaster. *Administrative Science Quarterly*, 35(4), 628-652.
- Wiggenhorn, Gleason, Madura (2006), Going public to pursue acquisitions. *The International Journal of Managerial Finance*, 2(2), 96-120.
- Wilbon, A. D. (2003). Competitive Posture and IPO performance in high technology firms. *Journal of Engineering and Technology Management*, 20(3), 231 -244
- Woodilla, J. (1998). *Workplace conversations: The text of organizing*. In D. Grant, T. Keenoy & C. Oswick (dir.). *Discourse and Organization* (p 31-51) London, UK: Sage Publication.
- Woolridge, J. R. et Snow, C. C. (1990). Stock Market Reaction to Strategic Investment Decisions. *Strategic Management Journal*, 11(5), 353-363.
- Xu, B. (2002). *The Value Relevance of Non-Financial Performance in Biotechnology Firm*. Thèse de Doctorat, John Molson School of Business, Montréal, Québec.
- Young, G., Smith, K.G., Grimm C. M. et Simon, D. (2000). Multimarket contact and resources dissimilarity: A competitive dynamics perspective, *Journal of Management*, 26(6), 1217-1236.

## 6.0 Les annexes

### **Annexe 1 : estimation des rendements anormaux moyens (RAM) et des rendements anormaux moyens cumulatifs (RAMC), et présentation des tests statistiques**

Le rendement journalier observé (notation  $R_{it}$ ) est calculé à partir de l'appréciation du cours boursier lors de cette journée (cours boursier à la fermeture moins le cours boursier à l'ouverture) auquel les dividendes sont ajoutés, le tout est divisé par le cours boursier à l'ouverture. Par la suite, le modèle de marché utilisé est :

$$(A.1) \quad R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_{it}$$

- $R_{it}$  : rendement du titre i pour la période t;
- $\alpha_i$  : rendement du titre i si le bêta est nul (soit le rendement du titre sans risque);
- $\beta_i$  : indice du risque systématique du titre i;
- $R_{Mt}$  : rendement du marché pour la période t.

$\varepsilon_{it}$  : terme résiduel d'espérance nulle et de variance constante.

L'équation (A1.1) est estimée sur la période de 150 jours précédant la fenêtre d'événement. La résultante de cette équation est de trouver les valeurs pour  $\widehat{\alpha}_i$  et  $\widehat{\beta}_i$ . Le rendement normal ajusté au risque est ensuite déterminé pour chacune des journées de la période de 10 jours précédant l'annonce de l'événement jusqu'à 10 jours après cette annonce. Ce calcul se fait par l'expression (A.2) :

$$(A.2) \quad \widehat{R}_{it} = \widehat{\alpha}_i + \widehat{\beta}_i R_{mt}, \text{ pour } t = t - 10 \text{ à } t + 10.$$

La différence entre les équations (A.1) et (A.2) est appelée le rendement anormal, ou plus précisément

$$(A.3) \quad RA_{it} = R_{it} - \widehat{R}_{it} = R_{it} - [\widehat{\alpha}_i + \widehat{\beta}_i R_{mt}].$$

Pour obtenir le rendement anormal moyen (RAM) pour une pratique d'affaires particulière, il s'agit de faire la moyenne du rendement anormal moyen de toutes les entreprises (notation : N) qui ont divulgué ladite pratique. Ainsi, le RAM pour la période t (pour une pratique quelconque) sera :

$$(A.4) \quad RAM_t = \sum_{i=1}^N \frac{RA_{it}}{N}.$$

Le rendement anormal moyen cumulé (RAMC) débute 10 jours avant l'annonce (t=t-10) et peut être calculé sur plusieurs sous-période. Le RAMC sur la période maximale couvrant les 21 jours sera obtenu par :

$$(A.5) \quad RAMC_t = \sum_{t=t-10}^{t+10} RAM_t.$$

Le test statistique sera de voir s'il existe des rendements anormaux significatifs. Ainsi, l'hypothèse nulle sera testée s'il n'existe pas de rendements anormaux significatifs, alors que celle alternative sera vérifiée si les rendements anormaux significativement sont différents de 0. Pour réaliser ce test, la valeur calculée est :

$$(A.6) \quad t_{calculé} = \frac{RAM_t}{(\sigma/N)}$$

et

$$(A.7) \quad \sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^N \frac{(RA_{it} - RAM_t)^2}{N-1}}$$

## **Annexe : Pratiques liées aux stratégies de gouvernance**

### **Annexe 2 : Les observations relatives aux pratiques collectives**

Pratiques d'affaires	N	RAM	T test	RAMC +1-10	T test	Persistence
Accords de distribution	50	4.73 %	1.94	-0,23%	-0,9662	Oui
Partenariats technologiques	121	0.94 %	1.41	-0,33%	-1,7484	Oui
Alliances stratégiques	202	6.02 %	2.66	0,01%	0,0365	Oui
Acquisitions de technologie	15	1.88 %	0.94	0,53%	1,4524	Oui

### **Annexe 2.1 : Les observations relatives aux pratiques organisationnelles**

Pratiques d'affaires	N	RAM	T test	RAMC +1-10	T test	Persistence
Nommer un dirigeant	248	-0.19 %	-0.53	-0,14%	-1,3033	Oui
Licenciement massif	3	-0.69 %	-0.17	-1,32%	-0,7629	Oui
Démission d'un dirigeant	42	1.05 %	0.70	-0,26%	-0,8056	Oui
Embaucher un chercheur	72	2.01 %	2.04	-0,07%	-0,3876	Oui
Restructuration organisationnelle	30	1.37 %	1.11	-0,08%	-0,3282	Oui

### **Annexe 2.2 : Les observations relatives aux pratiques de financement**

Pratiques d'affaires	N	RAM	T -test	RAMC +1,10	T test	Persistence
Financer par capital de risque	43	-3.95 %	-1.06	0,07%	0,2755	Oui
Financer par émission d'actions	203	0.25 %	-0.22	-0,11%	-0,3372	Oui
Financer par dette	36	7.54 %	1.12	0,45%	1,1012	Oui
Restructuration financière	63	-0,17%	0,01	0,03%	0.1271	Oui

### **Annexe 2.3 : Les observations relatives aux pratiques managériales**

Pratiques d'affaires	N	RAM	T test	RAMC +1,10	T test	Persistence
Aller sur une autre bourse	23	-1.69 %	-1.39	-0,16%	-0,6771	Oui
Bien communiquer (finance)	96	1.43 %	1.31	0,00%	-0,0114	Oui
Manquer de liquidité	6	-2.59 %	-1.87	-0,26%	-0,1614	Oui
Procéder à une prise de contrôle	59	2.61 %	1.93	-0,13%	-0,6601	Oui
Réduire les investissements	5	1.10 %	0.45	0,33%	1,3975	Oui

### Annexe 3 : Les observations sur pratiques de valorisation des avancées en R&D

Pratiques d'affaires	N	RAM	T -test	RAMC +1,10	T test	Persistance
Aller en test préclinique	17	-2.59 %	-0.93	-1,09%	-1,3453	Oui
Aller en test clinique I	60	1.92 %	2.65	0,08%	0,3478	Oui
Aller en test clinique II	30	2.80 %	2.15	0,44%	1,6093	Oui
Aller en test clinique III	22	-6.77 %	-0.99	-0,30%	-1,7870	Oui

#### Annexe 3.1 : Les observations sur les résultats des tests cliniques

Pratiques d'affaires	N	RAM	T -test	RAMC +1,10	T test	Persistance
Ne pas réussir test clinique II	2	0.78 %	0.09	-0,01%	-0,0101	Oui
Réussir test préclinique	70	0.87 %	1.43	0,02%	0,1842	Oui
Réussir test clinique I	141	4.48 %	2.62	-0,06%	-0,4227	Oui
Réussir test clinique II	100	0.56 %	0.71	-0,34%	-2,4213	Non
Réussir test clinique III	67	0.74 %	0.68	-0,50%	-1,5815	Oui

### Annexe 4 : Les observations sur les pratiques de valorisation des technologies biomédicales

Pratiques d'affaires	N	RAM	T -test	RAMC +1,10	T test	Persistance
Demander un brevet	17	1.71 %	0.53,	-0,37%	-0,7171	Oui
Demander une licence de commercialisation	47	1.78 %	1.91	-0,25%	-1,1470	Oui
Obtenir un brevet	61	1.97 %	1.65	-0,24%	-1,3030	Oui
Obtenir une licence commercialisation	127	3.91 %	2.67	-0,20%	-1,3979	Oui
Refuser une licence de commercialisation	30	0.61 %	0.62	0,00%	-0,0116	Oui

## **Annexe 5 : Les observations relatives aux stratégies de commercialisation**

### **Annexe 5.1 : Les observations relatives aux pratiques de concurrentielles**

Pratiques d'affaires	N	RAM	T test	RAMC +1,10	T test	Persistence
Effectuer un rappel de produits	2	0.87 %	2.04	-0,05%	0,5630	Oui
Introduction de nouveaux produits	35	2.37 %	1.07	-0,32%	-2,2310	Non
Revalorisation de produits	2	0.31 %	0.32	0,63%	0,5619	Oui
Repositionnement de produits	5	-3.09 %	-0.95	-0,13%	-0,3593	Oui
Obtenir une avancée technologique importante	5	-2.73 %	-1.04	-1,58%	-2,2769	Non
Positionner dans les marchés à forte croissance	3	-1.07 %	-1.96	-0,51%	-2,3270	Non

### **Annexe 5.2 Les observations relatives aux pratiques commerciales**

PRATIQUES D'AFFAIRES	N	RAM	T-Test	RAMC+10	T. Test	Persistence
Investir dans la capacité de production	25	1.07 %	1.37	--2.452 %	0.46	Non
Investir dans les activités stratégiques	8	-0.27 %	-0.35	-1.735 %	0.67	Oui
Investir dans la diversification de marché	49	0.57 %	0.42	--1.697 %	0.43	Oui
Investir dans les gammes de produits	10	0.79 %	0.14	0.9172 %	0.78	Oui
Investir dans les parts de marché	6	1.59 %	1.00	0.1406 %	.0.06	Oui
Investir dans la commercialisation des produits	17	0.50 %	0.19	0.9006 %	0.49	Oui